



**EVALUACIÓN DE LAS POLÍTICAS PÚBLICAS PYMES
DESARROLLADAS EN EL MERCADO DE CAPITAL
ARGENTINO POR LA COMISIÓN NACIONAL DE VALORES,
DURANTE EL PERIODO 2010-2015.**

Rosa Luz Milagros Chaparro Berrocal.

Trabajo de grado presentado para optar al Título de Magíster en Derecho.

DIRIGIDO POR:

EDUARDO A. BARREIRA DELFINO

**UNIVERSIDAD AUSTRAL
FACULTAD DE DERECHO
MAESTRIA EN DERECHO L.L.M.
Buenos Aires, 2016**

TABLA DE CONTENIDO.

INTRODUCCION.

I. MARCO TEÓRICO DE REFERENCIA

I. A. REGULACIÓN DE LAS PYMES EN ARGENTINA.

- a. Generalidades.
- b. Clasificación y definición de una empresa PyME.
 - b.1. Criterios de clasificación.
 - b.2. Criterios de definición.
 - b.2.a. Criterio cualitativo:
 - b.2.b. Criterio cuantitativo.
 - b.3. Definición.
 - b.3.a. Cuerpos legislativos.
 - b.3.a. a) Ley N° 24.467.
 - b.3.a. b) Ley N° 25.300.
 - b.3.b. Resoluciones complementarias.
 - b.3.b. a) Resolución N° 24/01.
 - b.3.b. b) Medidas complementarias de la Resolución N° 24/01.
- c. Características.
 - c.1. Las PyMEs son predominantemente empresas familiares.
 - c.2. Poca o ninguna especialización en gestión –o Administración empresarial de las PyMEs.
 - c.3. La mayoría de las PyMEs carece de estrategias empresariales a mediano plazo.
 - c.4. Bajo nivel de inversiones y baja trayectoria tecnológica.
 - c.5. Se orientan casi únicamente hacia el mercado interno.
 - c.6. Amplía el mix de producción como respuesta a la situación de crisis.
 - c.7. Número de trabajadores reducido.
- d. Importancia.
- e. Principales problemas.
 - e.1. Problemas cuantitativos.
 - e.1.a. Financiamiento.
 - e.1.b. Problemas administrativos fiscales.
 - e.2. Problemas cualitativos.

- e.2.a. Área administrativa.
- e.2.b. Forma de actuar del dirigente, dueño o administrador.
- e.2.c. Innovación Tecnológica.
- e.2.d. Problemas socioeconómicos:
- e.3. Obstáculos del empresario PyME.

I. B. EL MERCADO DE CAPITALS ARGENTINO.

- a. Generalidades.
- b. Concepto.
- c. Objetivo.
- d. Clasificación.
 - d.1. Por el sistema de negociación de los valores.
 - d.2. Por el momento de la negociación.
- e. Clases de Agentes Registrados.
- f. Institucionalidad.
 - f.1. Comisión Nacional de Valores.
 - f.1.a. Antecedentes.
 - f.1.b. Misión y la Visión.
 - f.1.c. objetivos.
 - f.1.d. Competencia y funciones.
 - f.1.e. Marco legal.
 - f.1.f. Rol de la CNV en el Mercado de Capitales.
 - f.2. Bolsa de Comercio.
 - f.2.a. Clasificación.
 - f.2.b. Actividades y autorización.
 - f.2.c. Marco legal.
 - f.2.d. Rol de las Bolsas de Comercio en el Mercado de Capitales.
 - f.3. Mercados de Valores.
 - f.3.a Funciones.
 - f.3.b. Autorización y fiscalización.
 - f.3.c. Marco Legal
 - f.3.d. Rol de los Mercados de Valores en el Mercado de Capitales.
 - f.4. La Caja de Valores.
 - f.4.a. Autorización y fiscalización.

- f.4.b. Servicios.
 - f.4.c. Rol de la Caja de Valores en el Mercado de Capitales.
 - g. La función de reglamentación dentro del mercado de capitales.
 - h. Relación del Sistema Bancario con el Sistema de Mercado de Capitales.
 - h.1. Diferencias.
 - h. 2. Funcionamiento.
 - h.2.a. Descripción del funcionamiento del Sistema Bancario.
 - h.2.b. Descripción del funcionamiento del Mercado de Capitales.
 - i. Ventajas de acudir al Mercado de Capitales.
 - j. Importancia del Mercado de Capitales.

I.C. INSTRUMENTOS DE FINANCIAMIENTO PARA PYMES EN EL MERCADO DE CAPITALES.

- a. Generalidades.
- b. Clasificación general de instrumentos de inversión.
 - b.1. Renta variable.
 - b.1.a. Acciones.
 - b.1.b. Fondos Comunes de Inversión.
 - b.2. Renta Fija.
 - b.2.a. Título de Deuda Pública.
 - b.2.b. Títulos de Deuda Privada.
 - b.2.b. a) Obligaciones Negociables.
 - b.2.b. b) Valores de Deuda Fiduciaria.
 - b.2.b. c) Cheque de Pago Diferido.
 - b.2.b. d) Valores de Corto Plazo.
 - b.3. Derivados.
 - b.3.a. Futuros:
 - b.3.b. Opciones:
 - b.3.c. Swaps:
- c. Análisis de los instrumentos financieros del mercado de capitales durante el periodo 2010-2015.
- d. Instrumentos regulados para las PyMEs.
 - d.1. Corto plazo:
 - d.1.a. Valores de Corto Plazo.

- d.1.b. Cheque a Pago Diferido.
 - d.1.b. a) Sistema de CPD avalados.
 - d.1.b. b) Sistema de CPD patrocinados.
- d.2. Mediano plazo:
 - d.2.a. Obligaciones Negociables.
 - d.2.b. Fideicomiso Financiero.
 - d.2.c. Pagaré.
- d.3. Largo plazo:
 - d.3.a. Acciones.
 - d.3.b. Fondos comunes de inversión.
- e. Rol de las Sociedades de Garantías Recíprocas.
 - e.1. Actividades.
 - e.2. Fondo de riesgo.
 - e.3. Marco Normativa.
- f. Obstáculos y ventajas de las PyMEs en el Mercado de Capitales.

I. D. POLÍTICAS PÚBLICAS Y SU PROCESO DE EVALUACIÓN.

- a. Generalidades.
- b. Políticas Públicas.
 - b.1. Definición.
 - b.2. Clasificación.
 - b.2.a. Enfoque politológico.
 - b.2.a. b) Distributivas.
 - b.2.a. c) Redistributivas.
 - b.2.a. d) Constitutivas o institucionales.
 - b.2.b. Por su naturaleza.
 - b.2.b. a) Políticas sociales.
 - b.2.b. b) Políticas económicas.
 - b.2.b. c) Políticas de gestión pública.
 - b.2.c. Por el marco normativo.
 - b.2.c. a) Por su proyección temporal.
 - b.2.c. a) i. Políticas de Estado.
 - b.2.c. a) ii. Políticas de Gobierno.
 - b.2.c. b) Por su nivel de coordinación.

- b.2.c. b) i. Políticas sectoriales.
 - b.2.c. b) ii. Políticas multisectoriales.
 - b.2.c. b) iii. Políticas transectoriales.
 - b.2.c. c) Por el nivel de gobierno.
 - b.2.c. c) i. Políticas nacionales.
 - b.2.c. c) ii. Políticas regionales.
 - b.2.c. c) iii. Políticas locales.
- b.3. Áreas de incumbencia.
- b.4. Etapas de desarrollo o proceso de las políticas públicas.
- b.5. Características de una buena política pública.
- c. Análisis de políticas públicas.
 - c.1. Definición.
 - c.2. Criterios de evaluación de políticas públicas.
 - c.3. Aspectos o Puntos de evaluación de políticas públicas.
 - c.3.a. Evaluación de proceso.
 - c.3.b. Evaluación centrada en los objetivos.
 - c.3.c. Evaluación de impacto.
 - c.3.d. Evaluación económica.
 - c.3.e. Evaluación basada en la teoría.
 - c.4. Métodos de investigación.
 - c.4.a. Evaluación descriptiva.
 - c.4.b. Evaluación clínica.
 - c.4.c. Evaluación naturalistas/ pluralista o participativa.
 - c.5. Tipos de análisis de políticas públicas.
 - c.5.a. El análisis prospectivo.
 - c.5.b. El análisis retrospectivo.
 - c.5.c. Análisis integrado.

II. EVALUACIÓN DE LAS POLÍTICAS PÚBLICAS PYMES DESARROLLADAS EN EL MERCADO DE CAPITALES ARGENTINO POR LA CNV DURANTE EL PERIODO 2010-2015.

- a. Políticas públicas PyMEs en el mercado de capitales argentino.
 - a.1. Generalidades.
 - a.2. Iniciativas para incorporar a las PyMEs al mercado de capitales.

- a.3. Descripción de las políticas públicas PyMEs implementadas por la CNV.
 - a.3.a. Régimen PyME CNV.
 - a.3.b. Nueva reglamentación de los cheques de pago diferido.
 - a.3.c. Nuevo Régimen de Pagaré.
 - a.3.d. Incremento en el tope de las Obligaciones Negociables.
 - a.3.e. Financiamiento a través de los Fondos Comunes de Inversión.
 - a.3.f. Fideicomiso financiero.
 - a.3.g. Emisión de acciones.
 - a.3.h. Fondo Fiduciario ASISTIR.
 - a.3.i. Oficina Asistencia PYME.
- a.4. Descripción de las políticas públicas PyMEs implementadas por la Secretaría de Emprendedores y de la Pequeña y Mediana Empresa -SEPYME.
 - a.4.a. Fondo Nacional del Desarrollo de la Micro, Pequeña y Mediana Empresa” – FONAPYME.
 - a.4.b. Fondo de Garantía para las MIPyMEs.
 - a.4.c. El Régimen de Bonificación de Tasas.
 - a.4.d. La Línea de Crédito a la Inversión Productiva.
 - a.4.e. Programa Nacional para el Desarrollo de Parques Industriales Públicos en el Bicentenario-PyMEs.
 - a.4.f. Régimen de crédito fiscal para capacitación PyME.
 - a.4.g. Programa “Expertos PyME”.
- a.5. Políticas Públicas PyMEs desarrolladas por otras instituciones.
 - a.5.a. Programa de Recuperación Productiva -Ley N° 27.264.
 - a.5.b. Inciso K.
- b. Conclusiones sobre la evaluación de las políticas públicas PyMEs desarrolladas en el mercado de capitales argentino durante el periodo 2010-2015.

III. CONCLUSIONES.

IV. RECOMENDACIONES.

BIBLIOGRAFIA.

INTRODUCCION.

Las pequeñas y medianas empresas (conocida también por el acrónimo PyME y utilizado en adelante), al ser una de las formas empresariales con características distintivas, tienen dimensiones con ciertos límites ocupacionales y financieros prefijados por el estado. Por ello, una PyME nunca podrá superar ciertas ventas anuales o una determinada cantidad de personal para pertenecer a dicho segmento.

Diversos organismos internacionales los reconocen como los principales creadores de empleo, como la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos -OCDE en sus diferentes estudios corroboran dicha posición. Sin embargo, son empresas que sufren déficit o pérdidas y ante la necesidad de financiamiento generalmente recurren al Sistema Bancario. Surgiendo interrogantes como ¿Es la única fuente de financiamiento? ¿Cuáles son las alternativas de financiamiento que tienen las PyMEs? Son conocidos el Sistema Bancario y el Sistema del Mercado de Capitales, este último suele ser descartado, pese a ofrecer mayores beneficios a las PyMEs, si se aprovecharan adecuadamente.

Entonces, ¿Cuál es la diferencia entre el Sistema Bancario y el Sistema del Mercado de Capitales? En Argentina las diferencias se muestran marcadas, al primero recurren una mayor cantidad de empresas en situación de insolvencia, mientras que el segundo sistema se registra una menor participación empresarial, teniendo como resultado que ambos sistemas no funcionen en sincronía, generando asimetría en las posibilidades de financiamiento para las PyMEs. Se debe entender al mercado de capitales como una alternativa de financiamiento estable, económica y complementaria al autofinanciamiento y el financiamiento proveniente del Sistema Bancario. Otra diferencia significativa entre ambos sistemas es respecto al objeto de financiamiento: el Sistema Bancario financia inversiones de corto plazo y operatorios de día a día de una empresa; mientras que el Sistema del Mercado de Capitales financia los proyectos de inversión de mediano y largo plazo, de capitalización, de modernización y de ampliación.

Las PyMEs muestran conductas frente a situaciones que repercuten en su ámbito comercial y financiero, como el temor a participar en el mercado de capitales, que no es más que la respuesta a su desconocimiento sobre el Sistema Bursátil (Educación Bursátil) adicionalmente su falta de profesionalización y sus escasos proyectos de inversión.

El Mercado de Capitales pone al alcance de los inversores una gran variedad de instrumentos financieros. Todos los instrumentos financieros implican una rentabilidad y un riesgo. La entidad reguladora si bien es cierto, no puede realizar recomendaciones de inversión a ninguna empresa, pues cada uno debe evaluar la relación riesgo-rentabilidad de su cartera en función de sus necesidades y disponibilidades financieras. Sin embargo, haciendo uso de su facultad regulatoria, crean iniciativas las que son políticas públicas conocidas como programas de fomento, dirigidas a facilitar el acceso de las PyMEs a los mercados de valores.

Teniendo en cuenta la organización y estructura de del Sistema del Mercado de Capitales Argentino, nace la interrogante, ¿Qué políticas públicas se tomó frente a ese escenario para incrementar la participación de las PyMEs dentro del mercado de capitales argentino? En la actualidad encontramos varios regímenes establecidos, de las cuales resaltan las siguientes: i) El Régimen de PyME CNV, que regula todo tipo de operaciones negociados. ii) Nueva reglamentación de los cheques de pago diferido. iii) El Nuevo Régimen de Pagaré. iv) El incremento en el tope de las Obligaciones Negociables. v) El financiamiento a través de los Fondos Comunes de Inversión. vi) Financiamiento a través de Fideicomiso financiero. vii) Emisión de acciones. viii) El Fondo Fiduciario ASISTIR. ix) Oficina Asistencia PYME. De la misma manera, se analizará ¿Qué rol que tienen las Sociedades de Garantías Recíprocas? La misma que otorga garantías líquidas a sus socios partícipes (PyMEs) para mejorar sus condiciones al crédito dentro del mercado de capitales.

Así mismo, de manera comparativa, se verá las políticas públicas tomadas por la Secretaria de la Pequeña y Mediana Empresa y Desarrollo Regional –SEPYME, la misma que creada con el objetivo de orientar, apoyar y asistir a las pymes en su capacitación, financiamiento, búsqueda de mercados, identificación de nichos, reconversión empresarial, mejoras a la calidad, eliminación o disminución de sobre costos, modernización tecnológica y promoción de modernas formas de asociación empresarial, destacando entre todas: i) FONAPYME. ii) Fondo de Garantía para las MIPyMEs. iv) El Régimen de Bonificación de Tasas. v) La Línea de Crédito a la Inversión Productiva. vi) Programa Nacional para el Desarrollo de Parques Industriales Públicos en el Bicentenario-PyMEs. vii) Régimen de crédito fiscal para capacitación PyME. iii) Programa “Expertos PyME”. Otras políticas públicas PyMEs resaltantes son: i) Programa de Recuperación Productiva -Ley N° 27.264. ii) “Inciso K”. iii) Financiamiento “ANR PATENTES”.

De las medidas políticas tomadas por la autoridad pertinente, la efectividad y aplicabilidad radica en la decisión de su elaboración, siendo importante determinar parámetros mínimos para obtener resultados positivos al momento de ejecutarla.

Por tanto, cabe las siguientes preguntas ¿Es necesario evaluar y analizar las Políticas Públicas? ¿Cuáles son las fortalezas y debilidades de las medidas políticas tomadas?. Es de gran importancia el análisis de cada una de ellas, aportando a la mejora progresiva y su futuro perfeccionamiento, cumpliendo el fin por la cual fueron creadas, que en suma es lograr una mayor participación de las PyMEs dentro del mercado de capitales argentino.

La relevancia del trabajo radica en la evaluación de las políticas públicas PyMEs desarrolladas en el mercado de capitales argentino durante el periodo 2010-2015, que apuntan a incrementar la participación de las PyMEs, determinando si las políticas públicas adoptadas son eficaces, si contribuyen a la solución del problema, caso contrario en base al análisis de debe determinar que les impide cumplir con sus objetivos. De la misma manera, con la investigación aporta nuevos instrumentos de financiamiento como la Factura Conformada o en caso contrario la Factura electrónica y el Cheque electrónico logrando el objetivo por el cual fue creado. Ello, considerando, que el crecimiento anual de instrumentos PyMEs en el año 2014 respecto al año anterior fue superior al 70% (en \$) y su participación respecto del total del financiamiento en el mercado de capitales pasó del 0.5% en el año 2003 al 11% en el año 2015 (información contenida: <http://www.cnv.gov.ar/web/secciones/portalempresas/inicio/pymescifras.aspx>). No obstante, aún tiene un amplio potencial de desarrollo en este ámbito.

I. MARCO TEÓRICO DE REFERENCIA

I. A. REGULACIÓN DE LAS PYMES EN ARGENTINA.

a. Generalidades.

Para desarrollar el estudio sobre las PyMEs es necesario iniciar con una conceptualización práctica, la misma, que no es de caracterización universal, es decir, cada país e incluso cada región dentro de un país disfrutan de discrecionalidad en su definición de acuerdo a criterios como: número de empleados, las ventas, el monto de los activos, los sectores, entre otros. En suma en establecen su propia definición en función de sus objetivos planeados.

Tal como comentan Meghana Ayyaqui, Thorsen Beck y Asli Demircug-Kunt, citados por Ramón Ramírez¹, sobre la investigación del Grupo del Banco Mundial realizada para elaborar un modelo de cálculo de la contribución de las PyMEs al crecimiento económico en diversos países, donde la principal dificultad fue precisamente acotar el universo de las empresas, determinando como la variable más común el número de empleados. Surgiendo como interrogante ¿Cuál podría ser el número aproximado de trabajadores para todos los países?. Respondiendo a ello la Comisión Europea que menos de 250 empleados puede considerarse un promedio mundial, lo cual se encuentra prescrito en el artículo 2 del anexo de la Recomendación 2003/361/CE².

Actualmente, en Argentina la Secretaría de emprendedores y de la Pequeña y Mediana Empresa (en adelante SEPYPE) de acuerdo a las atribuciones reconocidas por la Ley N° 24.467 y la Ley N° 25.300 que en su Artículo 1 del Título I, es la Autoridad de Aplicación del sector Micro, Pequeñas y Medianas (en adelante MIPYPE), quien define las características a los efectos de la implementación de los distintos instrumentos de dicha ley, y en virtud de lo dispuesto por el Decreto N° 357/02 y sus mod.. De la misma manera, en determinados sectores se ve regulada por otras instituciones gubernamentales como: La Administración Federal de Ingresos Públicos (en adelante AFIP) o la Comisión Nacional de Valores (en adelante CNV), cada uno dentro de un marco legal determinado.

¹ Cfr. Ramírez Acosta, Ramón de Jesús, “Financiamiento bursátil de las empresas pequeñas y medianas en México”, *Revista Comercio Exterior México*, Vol. 55 (2005), p. 309.

² Comisión Europea, “*La nueva definición de PYME (Guía del usuario de PYME presentado por el área de empresa e industria - aprobado por la Comisión Europea)*”, Bruselas, 2006, p. 5.

b. Clasificación y definición de una empresa PyME.

La importancia de definir y clasificar las PyMEs, según Cortelesse³, es “de utilidad meramente estadística o administrativa para determinar su elegibilidad para determinados programas”, y a la vez facilita su estudio como estructura societaria.

b.1. Criterios de clasificación.

Para la clasificación se deben tener en cuenta de acuerdo a Alba y Méndez⁴ “indicadores de mayor alcance que el tamaño —siempre arbitrario— a fin de analizar la naturaleza, el funcionamiento, las necesidades y el potencial de los pequeños negocios”, como valor total, número de empleados, valor de los productos, ventas anuales y el valor neto. Mostrando que no existe un criterio universal o único de clasificación de las PyMEs.

En el caso Argentino, de acuerdo al Artículo 1° del Título I de la Ley N° 25.300, la SEPYME como Autoridad de Aplicación a través de la Resolución N° 24/2001, modificada por Resolución N° 11/2016 y Resolución N° 39/2016, determina la clasificación de las MIPyMEs en base al criterio las ventas totales anuales expresadas en Pesos (\$), las mismas que deberán ser acreditadas por la empresa mediante la declaración jurada de ventas que se presentará a través del servicio con Clave Fiscal denominado “PYMES Solicitud de Categorización y/o Beneficios Fiscales” disponible en el sitio web de la Administración Federal de Ingresos Públicos (en adelante AFIP).

b.2. Criterios de definición.

Poco a poco adentrándonos a la definición de PyME, se debe precisar que existe una proliferación de definiciones sujetas a criterios, buscando encuadrar una empresa dentro de una categoría, variando no solo entre distintos países sino también dentro de un mismo territorio y a distintos efectos.

Es decir, para determinar la definición de una PyME, se analizan los intereses y objetivos de quienes las elaboran, teniendo en cuenta el medio particular en que se deben aplicar. El criterio más utilizado por los analistas y estudiosos, es el de definir por el

³ Cortelesse, Claudio, “Competitividad de los sistemas productivos y las empresas pequeñas y medianas: campo para la cooperación internacional”, *Revista Comercio Exterior*, vol. 43 (1993), p. 519.

⁴ Alba Vega, Carlos y Bernardo Méndez, “Presentación”, *Comercio Exterior*, vol. 47 (1997), p. 5.

tamaño de las empresas a partir de una segmentación en tramos de personal ocupado, sin embargo, existen otros criterios que adoptan parámetros cualitativos o cuantitativos.

b.2.a. Criterio cualitativo:

Criterio que considera a una empresa como PyME cuando el empresario o los empresarios están, por sí mismos, en condiciones de dirigir la empresa, tomar decisiones importantes y recoger los frutos o soportar las pérdidas generadas por el riesgo asumido y su gestión. En diversos países de la Comunidad Económica Europea, se identifica a la PyME con un individuo, llamando a quien lo dirige hombre orquesta.

b.2.b. Criterio cuantitativo.

Este criterio permite definir a una empresa como PyME considerando la capacidad de trabajadores, el volumen de los negocios, el balance, la rentabilidad, la producción, la ganancia, el valor de los activos, el capital social, etcétera.

b.3. Definición.

Diferentes autores y organismos han definido a las PyMEs, sin embargo, comparto la definición de la Unión Europea⁵, quien las determina como todas aquellas "entidades que ejerzan una actividad artesanal u otras actividades a título individual o familiar, las sociedades de personas y las asociaciones que ejerzan una actividad económica de forma regular". Definición que es supervisada regularmente a efectos prácticos, realizando el último estudio independiente publicado en septiembre de 2012⁶, el cual concluyó que no había necesidad de revisar los criterios, pero que podría ser útil alguna aclaración u orientación sobre las normas existentes.⁷

En base a lo señalado ut supra, definir la condición de PyME no es una cuestión de comprensión meramente teórica. Sino, que facilita la determinación de si una empresa puede beneficiarse con la utilización de los instrumentos y programas de políticas

⁵ Comisión Europea, "Recomendación 2003/361/CE", *Diario Oficial de la Unión Europea* L 124 (2003), pp. 36-41.

⁶ Commission Europea, "Evaluation of the SME definition" (2012), en *Center for Strategy & Evaluation Services*, en <http://bookshop.europa.eu/es/evaluation-of-the-sme-definition-pbNB0214126/>. (disponible en Internet el 29-III-2016).

⁷ Unión Europea, "Microempresas, pequeñas y medianas empresas: definición y alcance" (2016), en *EUR – Lex Access to European Union law*, en <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=URISERV%3An26026>. (disponible en Internet el 29-III-2016).

públicas diseñados para el sector. Y, actualmente, en Argentina los criterios de determinación de la condición PyME se encuentran dentro de los siguientes cuerpos legislativos y normas complementarias:

b.3.a. Cuerpos legislativos.

b.3.a. a) Ley N° 24.467.

Ley sancionada el 25 de marzo de 1995, conocida como estatuto PyME o de regulación de las PyMEs, que reconoce en su artículo 2 como la autoridad de aplicación que definirá las características de las empresas que serán consideradas PyMEs a la SEPYME, teniendo en cuenta las peculiaridades de cada región del país, y los diversos sectores de la economía en que se desempeñan sin perjuicio de lo dispuesto en el artículo 83, la cual a efecto de aplicar el régimen especial del contrato de trabajo y las relaciones laborales define como pequeña empresa a aquella que reúna las dos condiciones siguientes: i) Su plantel no supere los 40 trabajadores. ii) Tengan una facturación anual inferior a la cantidad que para cada actividad o sector fije la Comisión Especial de Seguimiento del artículo 104 de esa Ley. Así mismo, establece que las pequeñas empresas que superen alguna o ambas condiciones anteriores podrán permanecer en el régimen especial de esta ley por un plazo de tres (3) años, siempre y cuando no dupliquen el plantel o la facturación indicados en el párrafo segundo de este artículo.

En conclusión, la determinación de la calidad de PyME para la Ley en materia laboral depende de dos elementos cuantitativos: la cantidad de empleados y los niveles de facturación.

b.3.a. b) Ley N° 25.300.

Sancionado el 16 de agosto del 2000, denominada “Ley de fomento para la MIPyME” que alcanza en algunos extremos a modificar a la Ley N° 24.467, buscando fortalecer la competitividad de las MIPyMEs que desarrollen actividades productivas en el país, creando nuevos instrumentos y actualizando los vigentes.

Su artículo 1 concordante con el artículo 55 determina como la autoridad de aplicación a la SEPYME para definir las características de las empresas que serán consideradas MIPyMEs a los efectos de la implementación de los distintos instrumentos

del presente régimen, contemplando las especificaciones propias de los distintos sectores y regiones y con base a los siguientes atributos de las mismas o sus equivalentes: personal ocupado, valor de las ventas y valor de los activos aplicados al proceso productivo. Asimismo, se establece que no son MIPyMEs las empresas que, aun reuniendo los requisitos cuantitativos establecidos por la autoridad de aplicación, estén vinculadas o controladas por empresas o grupos económicos nacionales o extranjeros que no reúnan tales requisitos. De esta manera, la ley determina los elementos cuantitativos que debe tener en cuenta la autoridad de aplicación, como el personal ocupado, facturación y valor de los activos y establece como elemento cualitativo que debe cumplirse la independencia de la empresa.

b.3.b. Resoluciones complementarias.

De manera complementaria se dictó diversas resoluciones con el objetivo de reglamentar y modificar diversos artículos de las leyes vigentes. A ello, surge la pregunta ¿Dejó sin efecto las normas o resoluciones nuevas a las anteriores disposiciones legales?. En definitiva la respuesta es “No”, puesto que este criterio rige, en principio, para determinar la aplicación de los instrumentos de la mencionada Ley N° 25.300, razón por la cual pueden válidamente subsistir otros criterios legislativos para determinar la condición PyME, inclusive para aquellos previstos en la Ley N° 24.467 no modificados por la Ley N° 25.300. A continuación se describe brevemente a continuación las Resoluciones dictadas de manera complementaria:

b.3.b. a) Resolución N° 24/01.

Dictada el 15 de febrero del 2001 por la ex Secretaría de la Pequeña y Mediana Empresa del ex Ministerio de Economía, con el objeto de reglamentar el Artículo 1 del Título I de la Ley N° 25.300, estableciendo la condición de MIPyME adoptando un criterio cuantitativo de la ventas totales anuales (nivel de facturación que surja del último balance o información contable equivalente adecuadamente documentada) excluidos el Impuesto al Valor Agregado (en adelante IVA) y el impuesto interno que pudiese corresponder con la limitación de las empresas controladas o vinculadas que no serán consideradas MIPyMEs. Y clasificando de la siguiente manera:

Sector	Agropecuario	Industria y Minería	Comercio	Servicios
Micro	\$150.000	\$500.000	\$1.000.000	\$250.000
Pequeña	\$1.000.000	\$3.000.000	\$6.000.000	\$1.800.000
Mediana Tramo	\$6.000.000	\$24.000.000	\$48.000.000	\$12.000.000

Cabe remarcar que en el artículo 5 de la Resolución define la reglamentación como de tipo general y no limitante de las facultades de otros organismos para complementarla con precisiones o condiciones cualitativas adicionales o para fijar límites inferiores a efectos de la instrumentación de Programas Específicos.

b.3.b. b) Medidas complementarias de la Resolución N° 24/01.

Son medidas dictadas con el objetivo de modificar, sustituir y/o complementar los alcances de la caracterización de las MIPyMEs establecida en la Resolución N° 24/01, en base a su artículo 7 por medio del cual se invitó a los distintos organismos de la administración pública a adoptarla, con el fin de propender a una definición homogénea y única de dicho estrato empresario. Actualizando los valores máximos de las ventas totales anuales establecidos originariamente:

- Resoluciones N° 675 del 25 de octubre de 2002, con la cual se modificó los montos de las ventas totales anuales.

Sector	Agropecuario	Industria y Minería	Comercio	Servicios
Micro	\$270.000	\$900.000	\$1.800.000	\$450.000
Pequeña	\$1.800.000	\$5.400.000	\$10.800.000	\$3.240.000
Mediana	\$10.800.000	\$43.200.000	\$86.400.000	\$21.600.000

- Resoluciones N° 147 del 23 de octubre del 2006, por la cual se modificó los montos de las ventas totales anuales.

Sector	Agropecuario	Industria y Minería	Comercio	Servicios	Construcción
Micro	\$456,000	\$1,250,000	\$1,850,000	\$467,500	\$480,000
Pequeña	\$3,040,000	\$7,500,000	\$11,100,000	\$3,366,000	\$3,000,000
Mediana	\$18,240,000	\$60,000,000	\$88,800,000	\$22,440,000	\$24,000,000

E incorpora a su artículo 3 la “Clasificación Nacional de Actividades Económicas del año 1997 (CLANAE 97), IBN 950-896-114-7 del Sistema Nacional de Nomenclaturas (SINN)", del Instituto Nacional de Estadística y Censos.

- Resoluciones N° 21 del 10 de agosto de 2010, que modifica y sustituye el artículo 1, determinando como ventas totales anuales, el valor de las ventas que surja del promedio de los últimos 3 balances o información contable equivalente adecuadamente documentada, excluidos el IVA, el impuesto interno que pudiera corresponder y deducidas hasta 35% del valor de las exportaciones que surjan de dicha documentación.

Sector	Agropecuario	Industria y Minería	Comercio	Servicios	Construcción
Micro	\$610.000	\$1.800.000	\$2.400.000	\$590.000	\$760.000
Pequeña	\$4.100.000	\$10.300.000	\$14.000.000	\$4.300.000	\$4.800.000
Mediana	\$24.100.000	\$82.200.000	\$11.900.000	\$28.300.000	\$37.700.000

- Resolución N° 50 del 25 de abril de 2013, que modifica el artículo 1 y sustituye el artículo 2 estableciendo como ventas totales anuales, el valor de las ventas que surja del promedio de los últimos 3 balances o información contable equivalente adecuadamente documentada, excluidos el IVA, el impuesto interno que pudiera corresponder y deducidas hasta 50% del valor de las exportaciones que surjan de dicha documentación.

Sector	Agropecuario	Industria y Minería	Comercio	Servicios	Construcción
MIPyME	\$54.000.000	\$183.000.000	\$250.000.000	\$63.000.000	\$84.000.000

Se incorpora a su artículo 3 el “Codificador de Actividades” que fue aprobado por la Resolución General N° 485 del 09 de marzo de 1999 de la AFIP.

- Resolución N° 357 del 29 de junio de 2015, que modificó los montos de las ventas totales anuales.

Sector	Agropecuario	Industria y Minería	Comercio	Servicios	Construcción
MIPyME	\$82.000.000	\$270.000.000	\$343.000.000	\$91.000.000	\$134.000.000

- Resolución N° 11 del 17 de marzo del 2016, que determinó una nueva clasificación a la MIPyME adoptando como criterio las ventas totales anuales, e incorpora a su artículo 3

el “Clasificador de Actividades Económicas (CLAE) - Formulario N° 883” aprobado por el Artículo 1° de la Resolución General N° 3.537 del 30 de octubre de 2013 de la AFIP. Estableciendo que serán consideradas MIPyMEs aquellas empresas que realicen las 17 actividades contenidas en el primer cuadro, o caso contrario adecuarlas en el segundo cuadro que contiene las 6 actividades que no son reconocidas.

Sector	Agropecuario	Industria y Minería	Comercio	Servicios	Construcción
Micro	\$2.000.000	\$7.500.000	\$9.000.000	\$2.500.000	\$3.500.000
Pequeña	\$13.000.000	\$45.500.000	\$55.000.000	\$15.000.000	\$22.500.000
Mediana Tramo 1	\$100.000.000	\$360.000.000	\$450.000.000	\$125.000.000	\$180.000.000
Mediana Tramo 2	\$160.000.000	\$540.000.000	\$650.000.000	\$180.000.000	\$270.000.000

- Resolución N° 39 del 01 de junio del 2016, con la cual reorganiza el artículo 3 trasladando la actividad L-Servicios Inmobiliarios, por tanto, se considera que serán consideradas MIPyMEs aquellas empresas que realicen las 18 actividades contenidas en el primer cuadro (incluyendo la actividad L-Servicios Inmobiliarios), o caso contrario adecuarlas en el segundo cuadro que contiene las 5 actividades que no son reconocidas.

c. Características.

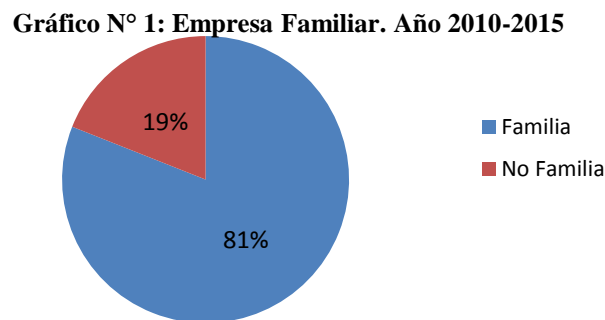
Diversos autores han identificado una gran variedad de características de las PyMEs, por ejemplo, como indicaron Cazorla y López citados por Milka Escalera⁸ de manera general que las PyMEs se caracterizan por; “1) La identidad en una misma persona de las funciones de propiedad y control (no separación de propiedad y control), y 2) La concentración del capital en manos de un número reducido de agentes (empresario, promotores del proyecto y núcleos familiares), por tanto, justificaría la no utilización de la deuda.”. Sin embargo, a continuación se realiza un comentario a aquellas características que se identifican como un modelo o patrón común en la realidad actual argentina de todas las PyMEs.

⁸ Milka Elene Escalera Chávez, “El impacto de las características organizacionales e individuales de los dueños o administradores de las pequeñas y medianas empresas en la toma de decisiones financieras que influyen en la maximización del valor de la empresa” (2007), en *eumet.net*, en <http://www.eumed.net/tesis-doctorales/2011/meec/indice.htm>. (disponible en Internet 21-II-2016).

c.1. Las PyMEs son predominantemente empresas familiares.

Se ha identificado que una alta proporción de las PyMEs son concebidas y administradas por grupos familiares, respecto a la propiedad de la empresa como por el traspaso generacional dentro de un núcleo familiar, tiene efectos sobre la gestión empresarial y de recursos humanos.

De la última información pública disponible obtenida de la investigación realizada por la Fundación Observatorio PyME (en adelante FOP) contenidas en el Gráfico N° 1, donde se observa que en el 2013, 8 de cada 10 PyME industriales son empresas familiares, es decir, el traspaso generacional de la propiedad de la empresa se mantiene en el tiempo como rasgo distintivo y la propiedad permanece entre pocos socios.



Fuente: FOP.

c.2. Poca o ninguna especialización en gestión –o Administración empresarial de las PyMEs.

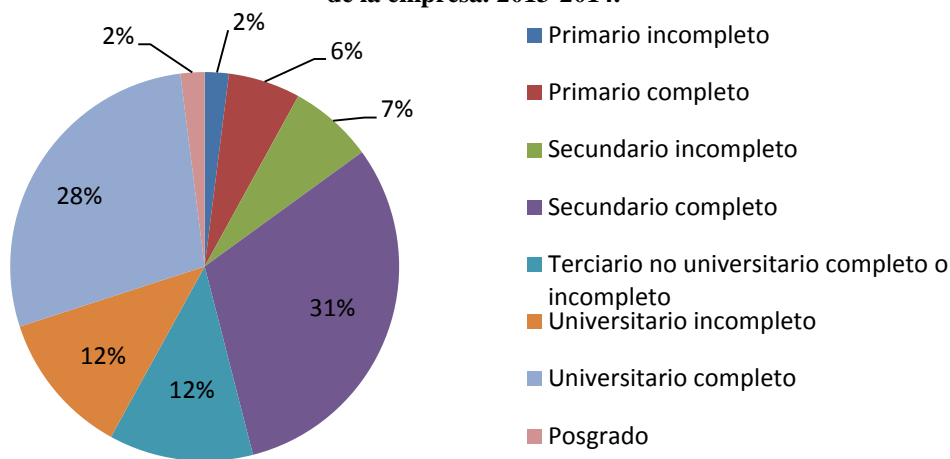
Rodríguez⁹ considera esta característica, derivada directamente de la naturaleza de dichas empresas cuya constitución obedece a motivos económicos y de subsistencia del dueño o dueños, en los que son estos los que de manera empírica llevan la dirección de la empresa, y en muchos de estos casos no tienen ninguna capacitación para desempeñar estos cargos.

Es decir, refleja la poca preparación del encargado de la gestión y/o Administración, que por lo general es el dueño o un miembro de la familia, el mismo que carece de un adecuado nivel académico, obteniendo un resultado negativo o muchas

⁹ Cfr. Rodríguez, Valencia Joaquín, *“Administración de pequeñas y medianas empresas”*, 5ª edición, Ed, Thomson, México, 2000, pp. 15-45.

dificultades durante su gestión. Como se observa en la última información pública disponible de la FOP contenidas en el Gráfico N° 2, la que muestra que durante el año 2013, en promedio el presidente de estas empresas o principal socio-gerente alcanza los 58 años de edad, y suele más frecuentemente ser una persona con sus estudios de secundario finalizados (31%) o bien con estudios universitarios completos (30% si se suma a quienes tienen un posgrado).

Gráfico N° 2: Nivel de intruccion alcanzado por el presidente o socio-gerente de la empresa. 2013-2014.



Fuente: FOP.

c.3. La mayoría de las PyMEs carece de estrategias empresariales a mediano plazo.

Característica que muestra cual es el grado de elaboración de la estrategia empresarial de las PyMEs, sin embargo, se identifica que un número muy importante tienen una escasa comprensión de estrategias empresariales. Rasgo que se encuentra relacionado por el bajo nivel académico de los encargados de la gestión o administración de las empresas. Es decir, la poca preparación académica tomada como desconocimiento, puede generar dificultades ocasionando el fracaso como empresa en el peor de los caso.

En este mismo sentido, Sandberg y Hofer citado por Milka Escalera¹⁰ señalan que la práctica para distribuir los recursos financieros es una ventaja competitiva y el desconocimiento o dificultad para obtenerlos son causa de éxito o fracaso en la empresa.

¹⁰ Cfr. Milka Elene Escalera Chávez, op.cit.

Por lo tanto, la planeación de las inversiones, financiamiento, gastos de operación y capital de trabajo, en suma saber de estrategia empresarial se convierte en factor de éxito organizacional.

c.4. Bajo nivel de inversiones y baja trayectoria tecnológica.

Esta característica muestra que la mayoría de las empresas PyMEs tienen una baja trayectoria tecnológica estructurada en base a las inversiones concretadas a lo largo de un prolongado período. Es decir, generalmente sus inversiones son de bajo peso individual, como la adquisición de línea crediticia especial, o la oportunidad de tomar aquellas facilidades existentes para la compra de equipamiento usado devaluado de segunda o tercera mano, adquirido a un bajo precio relativo y cuya utilización parcial suele incidir negativamente en la rentabilidad y productividad del equipamiento, sin cumplir su finalidad el de reducir costos, incrementar la calidad y productividad, pero solo son algunos que destinan recursos al desarrollo tecnológico. Todo ello, refleja que las PyMEs mantienen aún en un nivel deficiente el manejo de la gestión y administración del negocio.

c.5. Se orientan casi únicamente hacia el mercado interno.

Las PyMEs tienen un claro sesgo de orientación productiva hacia el mercado interno nacional, como lo señala Hernández, citado por Luna¹¹, “muchas PyMEs fabrican bienes de consumo masivo para el mercado nacional y, por lo tanto, están expuestas a la competencia por parte de la gran industria”.

Es decir, derivan una parte significativa de su producción a atender demandas de su zona de influencia regional o local, por el hecho de que sus principales clientes se ubiquen en su propia área de localización, identificando una total dependencia de la comunidad y su entorno. Tal como describe Rodríguez¹²; “La pequeña empresa depende en su mayor parte de la situación económica de la comunidad en donde se localiza, su economía es relejo de su entorno, necesita de esta para obtener bienes de producción, mano de obra y clientes, porque son pocas aquellas que han rebasado a el límite local o regional y muchas menos las que se dedican a la exportación”.

¹¹ Luna Correa, José Enrique., “Influencia del capital humano para la competitividad de las pymes en el sector manufacturero de Celaya, Guanajuato” (2012), en *eumet.net*, en <http://www.eumed.net/tesis-doctorales/2013/jelc/index.htm>. (disponible en Internet el 30-III-2016).

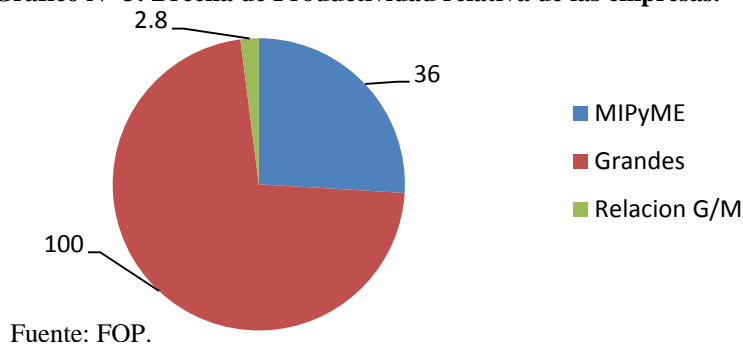
¹² Rodríguez, Valencia Joaquín, op, cit. pp. 15-45.

c.6. Amplía el mix de producción como respuesta a la situación de crisis.

Las PyMEs optan como mecanismo dirigido a solucionar una crisis ampliar la variedad de sus productos, buscando mantener un alto nivel de integración vertical con sus iguales, de igual forma, de mejorar su posicionamiento en el mercado, reducir riesgos y apuntar a una tasa de ganancia más estable. Siendo la baja producción un rasgo distintivo que limita el desempeño y el impacto de las empresas como instrumentos de distribución del ingreso y de promoción del desarrollo. Ello, por las desigualdades en las condiciones productivas de las empresas, siendo las grandes más productivas que las MIPyME, esa relación asciende a 2,8 veces como se observa en el Gráfico N° 3.

La baja producción que presentan las PyMEs se justifican en la recesión del 2014 que tuvo especial impacto sobre su desempeño, de acuerdo al “Informe 2013-2014 evolución reciente situación actual y desafíos para 2015” de la FOP, donde las cantidades vendidas se redujeron notablemente (9,5% i.a.). De esta forma, el ciclo económico demuestra tener uno de los peores efectos en un sector importante del entramado productivo local, que ya acumula tres años consecutivos de caída de producción en el caso de las pequeñas y medianas empresas.

Gráfico N° 3: Brecha de Productividad relativa de las empresas.

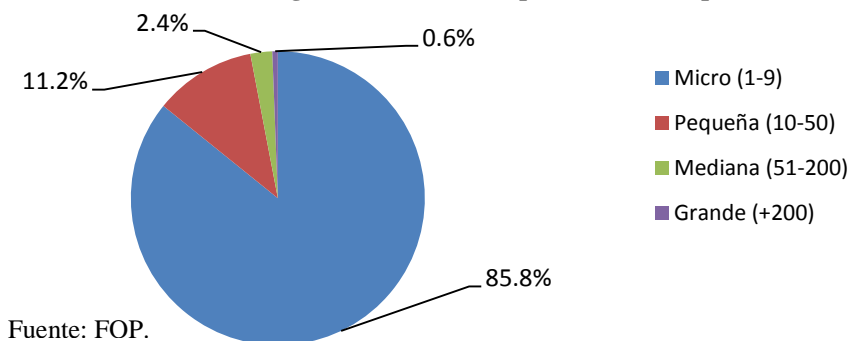


Así mismo, por el tipo de productos, procesos o bienes que fabrican las empresas, la mayoría de las PyMEs vende su producción a otras empresas, y no ingresando directamente al mercado final consumidor. Es decir, que por una especialización desacertada, las Pymes subsisten solamente en nichos del mercado como proveedores de las grandes empresas.

c.7. Número de trabajadores reducido.

Característica que presentan las PyMEs, como una unidad productiva que cuenta con un mínimo de trabajadores que deben cubrir para encajar y obtener la calidad de PyME, y beneficiarse con la utilización de los instrumentos y programas de políticas públicas diseñados para el sector. El entramado productivo argentino muestra la convivencia entre empresas de diferente escala. De acuerdo a los últimos datos públicos disponibles del Ministerio de Trabajo de la República Argentina contenidos en el informe elaborado por la FOP como muestra el Gráfico N° 4, al considerar todos los sectores de la actividad económica local, durante 2013 estuvieron activas cerca de 610 mil empresas, de las cuales el segmento que compone las MIPyME (99.4%) es ampliamente superior en número (aunque no en volumen de producción) en relación a las empresas más grandes (0.6%).

Gráfico N° 4: Distribución de las empresas argentinas de todas las actividades económicas, según cantidad de ocupados (% de empresa)



d. Importancia.

Las PyMEs son consideradas estructuras empresariales de gran importancia por los siguientes motivos:

- Representan un excelente medio para impulsar el desarrollo económico y una mejor distribución de la riqueza.
- Contribuyen a asegurar el mercado de trabajo mediante la descentralización de la mano de obra, contribuyendo en el correcto funcionamiento del mercado laboral.

Al ser la creación de empleo un área que merece atención, al cual las PyMEs colaboran mejorando el desarrollo económico a nivel local, regional y nacional. Como señalan

Mungaray y Ramírez¹³, “los incrementos del valor de la producción y el número de los pequeños negocios se correlacionan de manera estrecha con mayores niveles de empleo, lo que permite una mejor distribución del ingreso y mayor desarrollo social”. Afirmación que es apoyada por el “Informe 2013-2014 evolución reciente situación actual y desafíos para 2015” de la FOP, en la cual se determinó que en Argentina entre 2013-2014 las PyMEs de todos los sectores de la economía participan del 51% de la generación del empleo, guarismo similar al de los países de “ingresos altos”, en los cuales dichas empresas absorben el 57% del empleo y lejos de los países de “ingresos bajos”, en los que esta relación alcanza sólo el 18%, y el 44% en la generación de riqueza.

- Tiene efectos socioeconómicos importantes, permite la no fijación de precios en términos monopólicos. Es decir, la desconcentración del mercado hace que mediante las PyMEs haya un mercado más competitivo.
- Contribuye a las conexiones laborales, reduciendo las relaciones sociales a términos personales más estrechos entre el empleador y el empleado, por tener como origen las unidades familiares.
- Desarrolla con especial relevancia el criterio de especialización flexible que contempla la capacidad de las empresas para responder en la forma adecuada a los cambios en el mercado internacional, adaptándose a los tipos de bienes producidos, cantidad y calidad de mano de obra, insumos, etcétera. Ello concordando con las palabras de Bloch¹⁴ que sobre la adaptabilidad de las PyMEs dijo: “el actual contexto internacional favorece particularmente a organizaciones capaces de adaptarse rápidamente a los cambios tecnoproductivos globales.”.

Por ende, son organizaciones más capaces para adaptarse a los cambios tecnológicos y generar empleo, con lo que representan un importante factor de política de redistribución de ingresos a los sectores medios y de bajos ingresos, fomentando el desarrollo económico de toda una Nación.

¹³ Mungaray, Alejandro y Ramírez, Martín, "Impacto de la restricción monetaria en pequeñas empresas de Baja California", *El Mercado de Valores*, México, vol. IX, núm. 10 (2000), pp. 67-72.

¹⁴ Bloch, Roberto D., *“Las pequeñas y medianas empresas. La experiencia en Italia y en la Argentina. Análisis comparativo y posibilidades de interacción”*, Ediciones De Palma, Buenos Aires, 2004, pp. 20-45.

Imagen N° 1: Importancia de las PyMEs en la economía.

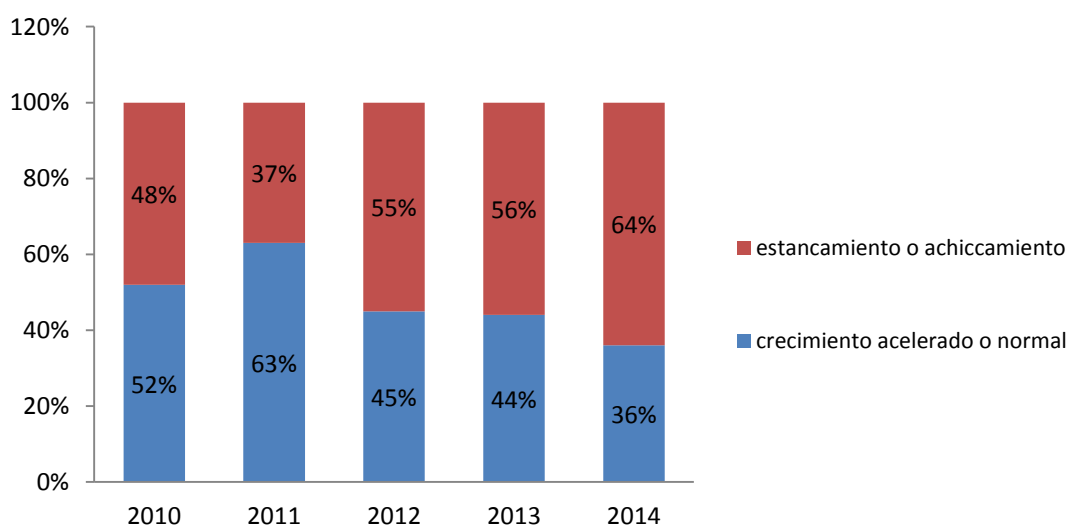


Fuente: CNV.

e. Principales problemas.

Como ya se indicó la inequidad que enfrentan las PyMEs frente a las grandes empresas, le generan grandes limitaciones. Que, de acuerdo a la última información pública disponible obtenida de la FOP contenida en el Gráfico N° 5, la tendencia de crecimiento de las PyMEs desde el año 2010 hasta el 2014 ha ido en baja, al afrontar diversos obstáculos en su vida industrial. Por ello, es importante determinar brevemente más allá de las particulares circunstancias de la Argentina, cuales son los problemas u obstáculos que afrontan las PyMEs como empresas, a lo cual, por motivos prácticos se puede clasificar en dos grandes grupos:

Gráfico N° 5: Fase de crecimiento de las PyME industriales (% de empresas).



Fuente: FOP.

e.1. Problemas cuantitativos.

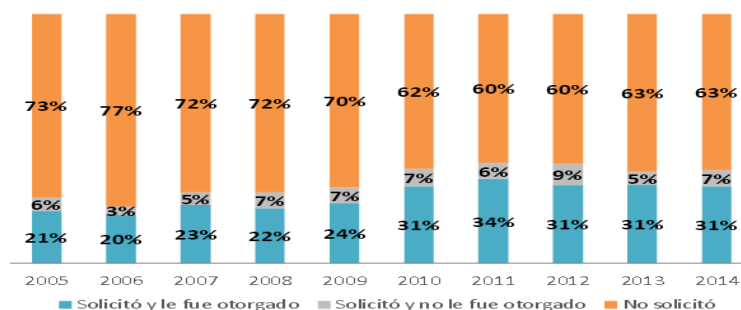
Sumado a la limitación descrita anteriormente Arocena¹⁵ señala que el pequeño empresario en muchas ocasiones vive como un «actor aislado», por las dificultades que tiene de insertarse en las redes comerciales y en los círculos financieros.

e.1.a. Financiamiento.

Las PyMEs como unidad empresarial logran financiarse de acuerdo muchos autores solo a través de la generación de sus propios recursos, incrementando el capital social o por créditos de financiamiento externos. Partiendo de ello, Ayuzabet¹⁶ en su investigación reconoció como problemas y mitos de las MIPyMEs del aspecto financiero, a los siguientes:

- Afrontan dificultades de acceso al crédito debido a la falta de proyectos de inversión atractivos y sostenibles para las entidades financieras. Que, de acuerdo a la última información disponible de la FOP contenida en el Grafico N° 6, la misma que advierte que las PyMEs que acceden al crédito dentro del periodo 2010-2014 se han mantenido en un 31%. Las PyMEs que solicitan un crédito y no les fue otorgado dentro del mismo periodo representaron el 7%. Y los que no recurrieron al sistema bancario representan el 62% (2010) y 63% (2014). Resultados que muestran que el número de PyMEs que acceden al crédito bancario ha incrementado mínimamente.

Gráfico N° 6: Solicitud y otorgamiento de crédito bancario -excluido descubierto en cuenta corriente y leasing (% de empresas). Años 2005-2014.



Fuente: FOP.

¹⁵ Cfr. Arocena, José, *“El Desarrollo Local: Un Desafío Contemporáneo”*, Editorial Nueva Sociedad, Venezuela, 1995, pp. 24-31.

¹⁶ Ayuzabet de la Rosa Alburquerque *“La Micro, pequeña y mediana empresa en México: sus saberes, mitos y problemática”*, *Revista Iztapalapa* 6 (2000), pp. 1-22.

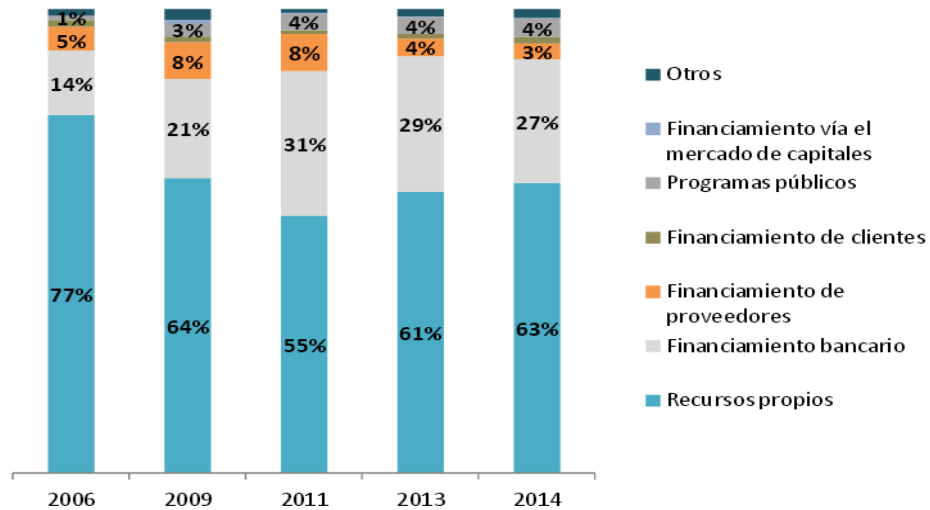
- Se caracterizan en recurrir al ahorro familiar como instrumento de capitalización e inversión.
- Sus sistemas de cobranza son insuficientes.
- Se caracterizan por su reducido margen de ganancia, poca liquidez y rentabilidad.
- No cuenta con un adecuado control de actividades económico financieras ni con una evaluación correcta de sus costos.

Por otro lado, dicho problema surge directamente por el acceso restringido a las fuentes de financiamiento que sufren las PyMEs, de acuerdo a la última información pública disponible del 2013 obtenida por la FOP contenida en el Gráfico N° 7, la cual muestra que:

- La limitación en el financiamiento bancario cubre el 29% del total invertido, abarcando al crédito por el alto costo financiero (entendido como la tasa de interés y los condicionamientos contractuales) que acarrear, generando que, las inversiones en estas empresas muestran un patrón de prociclicidad muy marcado, es decir, que en épocas de menor dinamismo de la actividad económica, si sus utilidades bajan, sus inversiones también y viceversa.
- El financiamiento con fondos propios mediante la reinversión de utilidades y los aportes de socios, el 61% de las PyMEs hicieron uso de esta fuente de financiamiento.
- El financiamiento de proveedores se muestra más ventajoso frente al financiamiento en instituciones financieras, y tienden a tener un interés implícito más elevado en la supervivencia de la empresa a largo plazo, abarcando el 4% del financiamiento total invertido por las PyMEs.
- La fuente de financiamiento de clientes, tienden a tener una ventaja comparativa frente a las instituciones financieras en la facilidad de obtención de información sobre sus clientes, al igual que en la capacidad de liquidar bienes embargados y tienden también a tener un interés implícito más elevado en la supervivencia de la empresa a largo plazo, por ello, representó el 1% del total invertido por las PyMEs.
- De Programas Públicos fue del 4% del total invertido durante el año 2013.

- El financiamiento vía mercado de capitales fue de 1%.

Gráfico N° 7: Fuentes de financiamiento de las inversiones de las PyMEs industriales (% del total invertido). Años 2006, 2009, 2011, 2013 y 2014.



Fuente: FOP.

e.1.b. Problemas administrativos fiscales.

En sentido general esta limitación abarca a la carga impositiva y los costos burocráticos entre otros, que las PyMEs incurren durante su vida industrial, pudiendo comprender dentro de ellos a los siguientes:

- Falta de controles administrativos en sus empresas.
- Altas cargas impositivas y asume cargas previsionales
- No aprovechan todos los beneficios fiscales por desconocimiento.
- Falta de personal con suficiente capacidad para administrar la empresa, por ello, desconocen la rentabilidad real de la empresa.
- Enfrenta altos costos de transacción en mercados y tecnológicas.
- Cubren costos ocultos por ineficiencia del Estado: costo judicial, costos administrativos.

e.2. Problemas cualitativos.

Al hablar de los problemas cualitativos, se consideran a aquellos que tienen mayor importancia a la hora de evaluar las empresas competitivas de aquellas que no logran acceder a los mercados.

e.2.a. Área administrativa.

Este problema abarca los siguientes aspectos:

- Las PyMEs al ser empresa de tipo familiar constituidas en base a las necesidades personales del dueño, quien lo dirige, manteniendo una administración empírica, por ello, requieren delegar funciones.
- Su estructura organizativa está poco diferenciada, careciendo de sistemas administrativos modernos.
- Requieren poseer conocimientos técnicos administrativos para contar con sistemas de información adecuados y eficientes.

e.2.b. Forma de actuar del dirigente, dueño o administrador.

Es importante describir el problema generado por la poca preparación que tiene el dueño o dueños respecto a decisiones de la gestión y/o administración como las posibles fuentes de financiamiento, concordante con lo detallado en el Gráfico N° 2. Agravándose más la situación al ser pocos los casos, que recurren a la asesoría pública o privada (consultores), cuestión que si se corrigiera implicaría un correcto desarrollo.

- Los que administran lo hacen individualmente, tomando decisiones basadas en su intuición sin previo análisis, prefiriendo invertir a corto plazo en lugar de un financiamiento a largo plazo, aun este signifique una mayor oportunidad de crecimiento.
- Orienta la cultura organizacional de acuerdo con su personalidad, por ello, llega a considerar en muchos de los casos a la capacitación como un gasto no como inversión, dejando de lado la importancia de contar con personal calificado que contribuya a mejorar la estructura empresarial. Es decir, las PyMEs omiten la correlación positiva entre desarrollo organizativo y competitividad empresarial. Dicho de otro modo, a

mayor profesionalización de la gestión empresarial, mejor es el desempeño de la firma, tanto en el mercado interno y en efecto en los mercados internacionales.

e.2.c. Innovación Tecnológica.

Los obstáculos tecnológicos pueden limitar los niveles de innovación y desarrollo tecnológico de una PyME, ya que generan:

- Bajos niveles de productividad, generada por la mínima inversión para la compra y mantenimiento de los equipos como se observa en el Gráfico N° 3.
- Que el sistema de control de calidad, al no contar con la tecnología, por lo general lo establecen de modo visual sin cumplir las normas ni estándares establecidos a nivel internacional.

e.2.d. Problemas socioeconómicos:

De los datos hasta el momento estudiados, se puede concluir que la mayoría de las PyMEs surgen como resultado del desempleo, por ende son susceptibles de sufrir los siguientes problemas socioeconómicos:

- Tienen poca capacidad de conseguir y negociar frente a proveedores y clientes, puesto que son empresas que continuamente están en peligro de cierre masivo por ser vulnerables a su ambiente económico.
- Desconocen del mercado nacional e internacional y su competencia, generando difícil acceso a ellos y la proliferación de los negocios informales, evasión de ingresos fiscales, sustentándose en el contrabando y prácticas ilegales como la producción y la venta de productos piratas que solo generan competencia desleal contra las empresas legalmente establecidas.
- Su mercado de productos y servicios es competitivo. Reflejando la falta de adaptabilidad de productos al cliente, afectando la calidad de los productos y variado los niveles de productividad, en unas son bajos mientras que en otras son altos. Sus costos de producción y gastos de operación son igualmente altos. Y tienen una mala selección de materias primas, de un control de inventarios.

- Falta de una gestión empresarial enfocada a un mundo global con una economía abierta, careciendo de una cultura de asociación, entre los productores, empresarios, comerciantes, prestadores de servicios, y entre cualquiera de ellos.

e.3. Obstáculos del empresario PyME.

De la información obtenida del estudio realizado por la FOP y contenida en el Gráfico N° 8, muestra que en el año 2013, las limitaciones que enfrentan los empresarios PyMEs son las siguientes: El aumento de los costos directos de producción, siendo afectado 8%. La elevada participación de los impuestos en el costo final del producto, 7,80%. La disminución de la rentabilidad, 7,60%. Retrasos en los pagos de los clientes, 6%. Elevados costos financieros, 6%. Caída de las ventas, 5.80%. Fuerte competencia en el mercado interno, 5.70%. Dificultad en la obtención de financiamiento, 5,40%. Dificultad para el suministro de energía, 4,10%. Elevados costos de logística, 5,70%. Alto grado de evasión de los productores locales con los que compite, 5,10%. Insuficiente capacidad instalada, 4%. Fuerte competencia en los mercados internacionales, 3,60%.

Los tres primeros mencionados emergen como los principales problemas declarados desde hace varios años, aun cuando la inflación no había alcanzado su máximo nivel de la última década, provocando distorsiones que incorpora la volatilidad de precios en las empresas van más allá de la pérdida de rentabilidad aumentando proporcionalmente mayores de costos que de precios.

Gráfico N° 8: Principales problemas del empresario PyME, clasificación promedio según grado de relevancia (en una escala de 1 a 10). Año 2013.



I. B. EL MERCADO DE CAPITALES ARGENTINO.

a. Generalidades.

La intención de este apartado es hacer una breve explicación de la operatividad de la fuente de financiamiento que las PyMEs tienen en Argentina, específicamente del “Mercado de Capitales” o “Sistema Bursátil”, que de manera general, tiene por finalidad la negociación de activos financieros, contando con dos componentes:

- La oferta: Que está representada por los fondos disponibles de inversionistas los cuales pueden ser personas naturales o jurídicas superavitarias, quienes deciden a cual título valor destinan su dinero para obtener un rendimiento.

Destacando entre ellos, los inversionistas institucionales, quienes cuentan con una gran capacidad de inversión captando recursos del público, invirtiéndolos en el mercado público demandando valores, entre ellos encontramos a los Bancos, Fondos Mutuos o de Pensiones, Compañías de Seguros, entre otros.

- La demanda: Integrado por los emisores, consideradas así a las entidades de carácter público o privado que ponen en circulación títulos valores, quienes a través de la emisión de valores negociables ofrecidos en forma general y no personalizada, buscan obtener los fondos para el financiamiento de sus necesidades.

La intención que muestran los inversionistas al acudir a los mercados de capitales, obliga al Estado a generar la confianza necesaria para que el mercado de ahorro-inversión prospere y con ello el producto bruto interno, a través de medidas (políticas públicas). Es decir, para lograr dicha confianza es necesario que exista: i) garantías de sustentabilidad macroeconómicas, ii) transparencia, iii) ausencia de conflictos de interés o métodos eficientes para resolverlos, iv) existencia de supervisión y regulación eficiente, v) protección integral al inversor. Y con el objeto de contribuir con la estabilidad del país el Estado ha sancionado como medida legislativa en el 2012 la Nueva Ley de Mercado de Capitales N° 26.831 sancionada el 29 de noviembre del 2012, reglamentado por el Decreto N° 1023/2013 y complementado con el Nuevo Texto Ordenado de las Normas aprobado en el año 2013 (en adelante las normas (N.T.2013 y mod.)), normativa que provocó el siguiente replanteo estructural en el mercado de capitales:

- Se genera la desmutualización.
- La CNV se convierte en un ente público autárquico, con mayores facultades.
- Se deja de lado la autorregulación de los mercados.
- Reconocen nuevas categorías de agentes registrados, dentro de un mercado con integración federal.
- Se establece nuevas clases de calificadoros de riesgo.
- Se busca la transparencia y protección de los inversores minoritarios.
- Se promueve el secreto e intercambio de información entre organismos del Estado.

b. Concepto.

En sentido amplio, el mercado de capitales es el conjunto de agentes, instituciones, instrumentos y formas de negociación que interactúan facilitando la transferencia de capitales a través de la negociación de valores.

En sentido específico, el mercado de capitales está conformado por mecanismos que permiten la emisión, colocación y distribución de valores a través de la oferta pública o intermediación.

c. Objetivo.

El objetivo principal del mercado de capitales es actuar como intermediario, entre oferentes y demandantes, canalizando los recursos y el ahorro de los inversionistas, logrando que los emisores obtengan de financiamiento para realizar las distintas actividades que le competen a su empresa, o incluso a ellos mismos. Genera un nivel de riesgo más elevado a diferencia del resto de fuentes de financiamiento.

d. Clasificación.

El mercado de capitales se clasifica principalmente de acuerdo con los siguientes criterios:

d.1. Por el sistema de negociación de los valores.

- Sistema Bursátil: Integrado por Bolsas de Comercio, Mercados de Valores, Entidades de Depósito Colectivo y Entidades de Liquidación y Compensación de Operaciones, dependientes de un ente regulador.
- Sistema Extrabursátil: Conformado por una entidad autorregulada no bursátil, existiendo en Argentina el Mercado Abierto Electrónico (en adelante MAE).

d.2. Por el momento de la negociación.

Diferenciando si se trata de la emisión de valores por el emisor o de la negociación entre inversionistas de valores ya emitidos y en circulación:

- Mercado primario: Es el mercado donde los instrumentos son emitidos por primera vez por el emisor (Estado o una empresa). Se produce la colocación primaria de un nuevo instrumento. Los recursos obtenidos de la operación son recibidos por el emisor.
- Mercado secundario: Es el mercado donde se dan todas negociaciones posteriores entre futuros tenedores y operadores sobre instrumentos ya credos. Existen tipos de mercados secundarios: de acciones, hipotecas, letras de cambio y créditos en general. Los recursos originados por las operaciones son recibidos por el inversor o comprador original, y no por el emisor.

e. Clases de Agentes Registrados.

La nueva regulación (Ley N° 26.831) en su artículo 2 definen como agentes registrados, a todas aquellas personas físicas y/o jurídicas que desarrollen las actividades de negociación, colocación, distribución, corretaje, liquidación y compensación, custodia y depósito colectivo de valores negociables, las de administración y custodia de productos de inversión colectiva, las de calificación de riesgos, y todas aquellas que, a criterio de la CNV corresponda registrar. Quiere decir, que para actuar como agentes los sujetos deberán contar con la autorización y registro de la CNV, y deberán cumplir con las formalidades y requisitos que para cada categoría establezca la misma, de acuerdo a los artículos 47 y 49 de la misma norma legal. Se establece la siguiente clasificación:

- Agente de negociación: Son empresas constituidas como sociedades anónimas autorizadas para actuar como intermediarios de mercados incluyendo bajo competencia del organismo cualquier actividad vinculada y complementaria que éstos realicen.

Las sociedades interesadas en obtener la autorización ante la CNV, reuniendo los requisitos descritos en el artículo 6 sección I capítulo I título VII de las normas (N.T.2013 y mod.). Siendo responsables ante el mercado por cualquier suma que dicha entidad hubiese abonado por su cuenta. Mientras no regularice su situación y pruebe que han mediado contingencias fortuitas o de fuerza mayor, queda inhabilitado para operar, en armonía del artículo 55 de la Ley N° 26.831.

Los agentes de negociación sólo podrán actuar en la colocación primaria y en la negociación secundaria a través de los sistemas informáticos de negociación de los mercados autorizados por la CNV. Pero no podrán: Recibir cobros de clientes ni efectuar pagos a éstos; recibir, entregar o transferir valores negociables. Efectuar custodia de valores negociables (de la cartera propia del Agente de Negociación o de sus clientes). Custodiar fondos de sus clientes. Liquidar fondos ni valores negociables, tanto sea de clientes como de cartera propia, en forma directa con el Mercado o la Cámara Compensadora, en caso de ser depositantes en Agentes de Depósito Colectivo registrados ante la CNV.

- Agentes productores de agentes de negociación: Son todas aquellas personas físicas y/o jurídicas registradas ante la CNV para desarrollar actividades de difusión y promoción de valores negociables bajo responsabilidad de un agente de negociación registrado.

La mencionada autorización se solicita reuniendo los requisitos descritos en el artículo 2 sección IV capítulo II título VII de las normas (N.T. 2013 y mod.). Y podrán realizar las siguientes actividades: Captar clientes para su posterior alta por parte de los Agentes de Negociación y/o los Agentes de Liquidación y Compensación con los que tenga firmado un contrato. Prestar información sobre los servicios brindados por los Agentes de Negociación y/o los Agentes de Liquidación y Compensación con los que haya suscripto contrato. Proveer al cliente de la documentación utilizada por los Agentes de Negociación y/o los Agentes de Liquidación y Compensación necesaria para su registro como cliente. Prestar asesoramiento a clientes respecto de inversiones. Gestionar órdenes de clientes, dados de alta por los Agentes de Negociación y/o los Agentes de

Liquidación y Compensación, siempre que cuente con autorización expresa otorgada por los clientes. Administrar carteras de clientes, siempre que cuenten con autorización expresa otorgada por los clientes.

- Agente de colocación y distribución: Consideras así como toda persona física y/o jurídica registrada ante la CNV para desarrollar canales de colocación y distribución de valores negociables, la misma que reglamentará.
- Agentes de corretaje: Son personas jurídicas registradas ante la CNV, que tienen como función relacionar a 2 o más partes a través de la divulgación de ofertas de precios y volúmenes referidos a valores negociables u otros instrumentos habilitados, en un ámbito electrónico y/o híbrido u otro tipo de medio de comunicación autorizado para la conclusión de negocios sobre valores negociables, sin estar ligadas a ninguna de ellas por relaciones de colaboración, subordinación o representación. Tal como describe la primera parte del inciso a) del artículo 34 del anexo I a la Ley N° 25.028.
- Agente de liquidación y compensación: Persona jurídica registrada ante la CNV para intervenir en la liquidación y compensación de operaciones con valores negociables concertadas en los sistemas informáticos de negociación de los mercados autorizados por la CNV.

Como regla general, todos los agente de liquidación y compensación podrán desarrollar las actividades propias de los Agentes de Negociación, debiendo por lo tanto cumplir con los requisitos contenidos en el capítulo I título VII de las normas (N.T.2013 y mod.). Normativa que establece la siguiente clasificación:

- i) Agente de liquidación y compensación y agente de negociación integral: Son agentes que intervienen en la liquidación y compensación de operaciones (colocación primaria y negociación secundaria), registradas tanto para la cartera propia como para sus clientes, y además deciden ofrecer el servicio de liquidación y compensación de operaciones a otros agentes de negociación registrados en la CNV, previa firma de un Convenio de Liquidación y Compensación. Es responsable del cumplimiento de sus obligaciones propias, de sus clientes y de los gentes negociación ante los Mercados y/o las Cámaras Compensadoras.

- ii) Agente de liquidación y compensación y agente de negociación –propio: El agente cuando solamente intervienen en la liquidación y compensación de operaciones (colocación primaria y negociación secundaria) registradas por ellos tanto para cartera propia como para sus clientes, serán consideradas como Agentes de liquidación y compensación. Es decir, no ofrecen el servicio de liquidación y compensación a terceros agentes de negociación. Es responsable del cumplimiento de sus obligaciones propias y de sus clientes ante los Mercados y/o las Cámaras Compensadoras.
- Agentes de administración de productos de inversión colectiva: Son aquellas sociedades gerentes de la Ley N° 24.083, a los fiduciarios financieros de la Ley N° 24.441 y sus modificaciones y a las demás entidades que desarrollen similares funciones y que a criterio de la CNV corresponda registrar en este carácter para su actuación en el marco del funcionamiento de los productos de inversión colectiva.
 - Agentes de custodia de productos de inversión colectiva: Son todas aquellas personas jurídicas registradas ante la CNV para actuar en dicho carácter en los productos de inversión colectiva, desarrollando las funciones asignadas por las leyes aplicables y las que dicho organismo determine complementariamente.
 - Agentes de depósito colectivo: Son entidades registradas ante la CNV para recibir depósitos colectivos de valores negociables, actuar en la custodia de instrumentos y de operaciones en los términos de la Ley N° 20.643 y sus modificaciones, incluyendo bajo su jurisdicción cualquier actividad que éstas realicen, de acuerdo al artículo 1 sección I capítulo I título VIII de las normas (N.T.2013 y mod.).
 - Agentes de calificación de riesgos: Son todas las entidades registradas ante la CNV para prestar servicios de calificación de valores negociables, y de otro tipo de riesgos y actividades afines y complementarias compatibles con el desarrollo de ese fin. La CNV establece las formalidades y requisitos (según su naturaleza) que deberán cumplir las entidades que soliciten su registro, determinando la clase de organizaciones que podrán llevar a cabo esta actividad, incluyendo dentro de esta categoría a las universidades públicas autorizadas a funcionar como tales en armonía al artículo 57 de la Ley N° 26.831.

Es importante señalar que la entrada en vigencia de la Ley N° 26.831, generó que los agentes que desarrollaban alguna actividad fiscalizada bajo la CNV autorizados bajo la Ley N° 17.811, sean sometidos a un proceso de inscripción en el “Registro de Idóneos”, conforme las pautas dispuestas en el Título “Transparencia en el ámbito de la Oferta Pública” de las normas (N.T. 2013 y mod.) o rindiendo el “Examen de Equivalencias Normativa Mercado de Capitales”, proceso aprobado por la CNV a estos efectos y publicado en la Página Institucional: www.cnv.gob.ar.

f. Institucionalidad.

Dentro del mercado de capitales intervienen instituciones con funciones específicas para lograr la seguridad de las operaciones, con funciones tales como el registro, la difusión, la negociación y la administración de garantías y liquidación de operaciones, la custodia colectiva y el registro de accionistas. Por ello en la brevedad se mencionará por orden de importancia.

Algunas de estas instituciones son más importantes que otras, pues trabajan cada una en su rol específico y llevando a cabo los distintos propósitos para responder al desafío que plantea a diario el mercado de capitales. Importancia que genera que hoy en día se debe desarrollar una política orientada a ofrecer un ámbito de alta calidad, de manera que tanto emisores, operadores y analistas encuentren un espacio con todas las condiciones de información y transparencia, con sistemas de compensación y liquidación totalmente confiables y seguros, y con costos competitivos, para poder así llevar adelante y conseguir sus objetivos particulares.

f.1. Comisión Nacional de Valores.

f.1.a. Antecedentes.

La CNV es una institución autárquica con jurisdicción en todo el país, que tiene como rol principal administrar el régimen de oferta pública, bajo el marco de la Ley N° 26.831 sancionada en el 2012, el Decreto N° 1023/2013 y las normas (N.T.2013 y mod.).

La nueva ley vigente desde el 2012 derogó la Ley N° 17.811 de oferta pública, al Decreto N° 677/2001, al artículo 80 de la Ley N° 11.672 y al Régimen de Calificaciones de Riesgos consagrado en el Decreto N° 656/92. Siendo sustituidas por un cuerpo integral

que incorpora aproximadamente el 50% de los viejos preceptos existentes en las normas citadas, conservando básicamente instituciones de oferta pública de la Ley N° 17.811 y las consagradas en el Decreto N° 677 sobre transparencia, gobierno corporativo, oferta pública de adquisición, etcétera.

f.1.b. Misión y la Visión.

La CNV tiene como misión regular, fiscalizar y controlar a las agentes del mercado de capitales, vigilando que sus operaciones cumplan con los principios y objetivos, en base a la divulgación de información oportuna, completa y veraz; así como promover el desarrollo de un mercado organizado, integrado, eficaz y transparente en beneficio del público inversor.

Por otro lado, su visión, consiste en velar por la transparencia de las operaciones generando las condiciones necesarias para que el mercado de capitales se profile como el gran generador de empleo y la inversión en la Argentina.

f.1.c. objetivos.

Por medio del Decreto N° 924/2013 publicado el 15 de julio del 2013, se aprobaron los objetivos y estructura organizativa de la CNV, ellos en concordancia al artículo 1 de la Ley N° 26.831, identificando los siguientes objetivos y principios fundamentales:

- Promover la participación en el mercado de capitales de los pequeños inversores, asociaciones sindicales, asociaciones y cámaras empresariales, organizaciones profesionales y de todas las instituciones de ahorro público, favoreciendo especialmente los mecanismos que fomenten el ahorro nacional y su canalización hacia el desarrollo productivo;
- Fortalecer los mecanismos de protección y prevención de abusos contra los pequeños inversores, en el marco de la función tuitiva del derecho del consumidor;
- Promover el acceso al mercado de capitales de las PyMEs;

- Propender a la creación de un mercado de capitales federalmente integrado, a través de mecanismos para la interconexión de los sistemas informáticos de los distintos ámbitos de negociación, con los más altos estándares de tecnología;
- Fomentar la simplificación de la negociación para los usuarios y así lograr una mayor liquidez y competitividad a fin de obtener las condiciones más favorables al momento de concretar las operaciones.
- Que exista una correcta prestación de servicios por parte de las personas y entidades bajo su jurisdicción.

Así mismo, se regula en el artículo 7 de la misma ley que la CNV “puede establecer delegaciones regionales en cualquier lugar del país” con el objeto de cumplir cada uno de sus objetivos institucionales, e incluso delegarles facultades al titular de cada una de las Sedes Regionales las atribuciones reconocidas en el artículo 19 concordante con el artículo 23.

f.1.d. Competencia y funciones.

De acuerdo al artículo 19 de la Ley N° 26.831, la CNV tiene la siguiente competencia y funciones:

- En forma directa e inmediata, supervisar, regular, inspeccionar, fiscalizar y sancionar a todas las personas físicas y/o jurídicas que desarrollen actividades relacionadas con la oferta pública de valores negociables, otros instrumentos, operaciones y actividades contempladas en la ley vigente.
- Llevar el registro, otorgar, suspender y revocar la autorización de oferta pública de valores negociables y otros instrumentos y operaciones.
- Llevar el registro de todos los sujetos autorizados para ofertar y negociar públicamente valores negociables, así como, del funcionamiento de los mercados, los agentes registrados y las demás personas físicas y/o jurídicas que por sus actividades vinculadas al mercado de capitales.
- Aprobar los estatutos, reglamentos y toda otra normativa de carácter general dictada por los mercados y revisar sus decisiones, de oficio o a petición de parte, en cuanto se

tratare de medidas vinculadas a la actividad regulada que prestan o que pudieren afectar su prestación.

- Reglamenta como deben ser los valores negociables, instrumentos y operaciones del mercado de capitales, y hasta su baja del registro, contando con facultades para establecer las disposiciones que fueren necesarias para complementar leyes y decretos aplicables a éstos, resolver casos no previstos e interpretar las normas allí incluidas dentro del contexto económico imperante, para el desarrollo del mercado de capitales.
- Declarar irregulares e ineficaces a los efectos administrativos los actos sometidos a su fiscalización, sin sumario previo, cuando sean contrarios a la ley y reglamentos dictados por la CNV, a estatutos, y a las disposiciones dictadas por entidades y aprobadas por el organismo.
- Promueven la defensa de los intereses de los pequeños inversores, sin perjuicio de las atribuciones concurrentes de las autoridades de aplicación nacional y locales de la Ley N° 25.156.
- Propender al desarrollo y fortalecimiento del mercado de capitales creando o propiciando la creación de productos.
- Puede celebrar acuerdos y contratos con organismos nacionales, internacionales y extranjeros a fin de integrarse en redes informativas de tal carácter.
- Dictar normas complementarias en materia de prevención del lavado de dinero y de la financiación del terrorismo, siguiendo la normativa dictada por la Unidad de Información Financiera.

De la misma manera, la CNV disfruta las siguientes facultades correlativas reconocida en el artículo 20 de la Ley N° 26.831; solicitar informes y documentos, realizar investigaciones e inspecciones a todos aquellos que se encuentren bajo su fiscalización, separar a los órganos de administración de la entidad por un plazo máximo de ciento ochenta días con el objeto de regularizar las deficiencias identificadas, requerir al Juez allanamiento de lugares privados (para fiscalizaciones o investigaciones), así como, iniciar acciones judiciales exigiendo cumplimiento de sus decisiones.

f.1.e. Marco legal.

- Ley N° 26.831 de Mercado de Capitales.
- Decreto 1023/13 Reglamento de la Ley N° 26831.
- Nuevo Texto de las Normas (N.T.2013 y mod.).

f.1.f. Rol de la CNV en el Mercado de Capitales.

La CNV desempeña un rol importante en el desarrollo del mercado de capitales argentino, al tener como rol velar por la correcta aplicación de las normas con las que regula, supervisa y sanciona administrativamente dentro del mercado.

La ley le asigna el carácter de organismo autárquico, denominación que dentro de la administración pública ha sufrido tratos diversos por muchos años. Por un lado, para Marienhoff¹⁷ indica que: “por entidad autárquica debe entenderse toda persona jurídica pública estatal que, con aptitud legal para administrarse a sí misma, cumple fines públicos específicos. De ahí que los rasgos esenciales de tales entidades son: 1) Constituyen una persona jurídica; 2) Trátase de una persona jurídica "pública"; 3) Es una persona jurídica pública "estatal", vale decir, pertenece a los cuadros de la Administración Pública e integra los mismos; 4) Realiza o cumple fines "públicos", que son fines propios del Estado; 5) Su competencia o capacidad jurídica envuelve esencialmente la de "administrarse" a sí misma, conforme a la norma que le dio origen; 6) Siempre es creada por el Estado.” Entendiéndolo como “un régimen jurídico que se adscribe o vincula a una persona jurídica pública estatal. En este orden de ideas, resulta inconcebible hablar de persona individual o física autárquica.”¹⁸ Es decir, se trata “de una administración "indirecta" del Estado, ya que no es directamente el Estado, sino el órgano que así se crea -"entidad autárquica", en la especie- quien desarrolla la actividad y cumple o satisface los respectivos "fines públicos"; para esto la entidad autárquica dispone de libertad funcional, de "autarquía" en suma, sin perjuicio del "control" que sobre dicho organismo "descentralizado" ejerciten las autoridades superiores de la Administración "centralizada", o sea del órgano Ejecutivo del Estado ("control de tutela" o "control administrativo"). Administración indirecta y Administración

¹⁷ Marienhoff, Miguel, *Tratado de Derecho Administrativo*, 6ª ed., Abeledo-Perrot, Buenos Aires, 1997, Tomo I, p. 174.

¹⁸ Ibem, p. 175.

autárquica, dice con acierto Zanobini, pueden considerarse sinónimos.”¹⁹ Idea que complementaria Casagne²⁰ indicando que la “la autarquía adopta, pues, el contenido de la entidad autarquía e implica no solo la facultad de auto-administrarse sino que reúne también otras condiciones: a) satisfacción de un fin estatal, típicamente administrativo; b) administración de la entidad bajo un régimen integral de derecho público.”

Sobre el uso de la denominación a una entidad autárquica o entidad autónoma, Marienhoff²¹ precisa que “En algunos países, para hacer referencia a los entes “autárquicos”, se habla de entes “autónomos”; es lo que ocurre, por ejemplo, en Chile y en Uruguay. En esos países, de régimen unitario, se explica -aunque no se justifica- que a las entidades autárquicas se les denomine entes “autónomos”, pues ahí no existen -como ocurre en Argentina- las “autonomías” provinciales que habrían obligado a utilizar el término exclusivamente en sentido técnico.” Mientras Gordillo²² señala que: “no hay una diferencia esencial entre las llamadas “autarquía” y “autonomía,” sino que existiría a lo sumo una diferencia de grado, de matices, que torna en consecuencia ociosa toda discusión acerca de la naturaleza “autárquica” o “autónoma” de un ente determinado. Muchos autores suprimen por ello la denominación de “ente autárquico” y hablan directamente de “ente autónomo” o viceversa.”

Ergo, una entidad autárquica, es una entidad de Derecho Administrativo, con personería jurídica, responsabilidad frente a terceros, y responsabilidad subsidiaria del Estado, que si bien forman parte de la administración general, son instituciones descentralizadas, creadas para cumplir una función de interés común. Poseen cierta libertad administrativa e independencia financiera. A los efectos de evitar interferencias de los gobiernos de turno, y de los participantes influyentes políticamente en el mercado. Dejando clara que la CNV no se relaciona subordinadamente con el Ministerios de Hacienda y Finanzas Públicas, sino por el contrario es de colaboración institucional, es decir existe una relación de cooperación más no jerárquica.

¹⁹ Ibem, p. 70.

²⁰ Casagne, Juan Carlos, *Derecho Administrativo*, 7° ed., Abeledo-Perrot, Buenos Aires, 2002, Tomo I, p. 373.

²¹ Marienhoff, Miguel, op. cit., p. 176.

²² Gordillo, Agustín, *Tratado de derecho administrativo y obras selectas: parte general*, 1° ed., Fundación de Derecho Administrativo, Buenos Aires, 2013, Pág. XIV-13.

En la actualidad, la nueva regulación argentina otorga a la CNV nuevos poderes y facultades como por ejemplo, ejercer la veeduría con veto y de intervención sin previo control judicial, de la misma manera, se regula la desmutualización de los mercados, su integración institucional (incluyendo a sus plataformas operativas) y cambiar algunas normas de procedimiento e información.

f.2. Bolsa de Comercio.

Al analizar a la Bolsa de Comercio se toma en consideración dos momentos:

- Antes de la reforma del 2012, la Bolsa de Comercio se encontraba regulado por la Ley N° 17.811 y definida como una entidad constituida como sociedad civil o sociedad anónima, el cual contaba con un estatuto que prevé la cotización de valores negociables.
- Después de la reforma del 2012, sujeto a la Ley N° 26.831, que si bien de manera expresa no señala si la Bolsa de Comercio adopta la forma de sociedad anónima, se aplica el artículo 31 de la misma ley, y de manera complementaria se aplica el artículo 1 capítulo XII de las normas (N.T. 2013 y mod.) que señala: “Las Bolsas de Comercio con Mercado de Valores adherido continuarán hasta su finalización, los trámites en curso a la fecha de publicación de las presentes Normas, no pudiendo a partir de la presente reglamentación, iniciar ningún nuevo trámite de cotización.”, es decir, aquella función otorgada con el anterior régimen, continuarán hasta el 1 de Marzo del 2014, con la autorización del listado de valores negociables con oferta pública otorgada por la CNV, debiendo presentar al organismo, en forma inmediata, la reglamentación transitoria aplicable a estos efectos. De la misma forma, corre la misma suerte la función de interrupción, suspensión y cancelación de los valores negociables listados en los Mercados adheridos. Ya que, a partir del 1 de Marzo de 2014, estas funciones serán realizadas por los Mercados autorizados por la CNV bajo las normas vigentes, en el marco de lo dispuesto en el artículo 32 de la Ley N° 26.831.

Es preciso indicar que, en la actualidad la CNV ha delegado atribuciones a varios agentes en base al inc. b) del artículo 32 de la Ley N° 26.831 como en el caso del Mercado de Valores de Buenos Aires;
<http://www.merval.sba.com.ar/Vistas/MarcoLegal/Normativa.aspx>.

f.2.a. Clasificación.

La CNV regulada en el capítulo XII de las normas (N.T. 2013 y mod.) la siguiente clasificación de Bolsas de Comercio:

- Bolsa de Comercio con Mercado de Valores Adherido: Institución legalmente autorizada por la CNV, cuenta con un estatuto aprobado por la misma comisión, la cual prevé las funciones y/o actividades que podrán ser ejercidas dentro del marco de los Mercados de Valores adheridos a ella.
- Bolsa de Comercio sin Mercado de Valores Adherido: Institución similar a la figura de un intermediario, no tienen un Mercado de Valor Adherido, su estatuto prevé las funciones que cumple, las mismas que deben estar autorizadas por la CNV.

f.2.b. Actividades y autorización.

Las Bolsas de Comercio con o sin Mercado de Valores adherido con autorización para funcionar otorgada con anterioridad a las normas (N.T. 2013 y mod.), podrán desarrollar entre otras las siguientes actividades contempladas en la Ley N° 26.831 y en las normas reglamentarias, previo cumplimiento de la disposiciones dictadas por la CNV aplicable a cada actividad, a los efectos de la obtención de la inscripción en el registro correspondiente, a saber:

- Asesoramiento legal, contable y de evaluación de riesgos para las sociedades que pretendan ingresar en el régimen de oferta pública;
- Creación de incubadoras de empresas y desarrollo de un mercado de capitales de riesgo;
- Desarrollo del departamento de asistencia integral a PyMEs;
- Actuación en los términos del artículo 80 de la Ley N° 26.831.
- Actuación como entidad calificada en los términos del artículo 32 de la Ley N° 26.831, si se le delegó funciones.
- Constituir Tribunales Arbitrales.
- Publicar boletines informativos electrónicos.

- Funcionamiento como Cámara Compensadora,
- Actuación como Agente de Custodia de Productos de Inversión Colectiva,
- Colocación y distribución de valores negociables,
- Desempeño como Agente de Calificación de Riesgo.

f.2.c. Marco legal.

- Ley N° 26.831 de Mercado de Capitales.
- Decreto 1023/13 Reglamento de la Ley N° 26831.
- Nuevo Texto de las Normas (N.T.2013 y mod.).
- Estatuto y Reglamento de cada una de las Bolsas, aprobados por la CNV.

f.2.d. Rol de las Bolsas de Comercio en el Mercado de Capitales.

Las Bolsas al igual que todos los mercados están sometidas a influencias exteriores, a leyes que la regulan, a perspectivas económicas que ensanchan o reducen los horizontes y alimentan o enervan el espíritu de una empresa dentro del mercado interno. Reflejando el estado del país, ese espíritu de empresa así como la especulación que anima a la industria y el comercio, sin los cuales no se produciría crecimiento alguno.

f.3. Mercados de Valores.

Se encuentran regulados en los artículos 31 y 45 de la Ley N° 26.831 concordantes con el artículo 15 sección IV capítulo I Título VI de las normas (N.T. 2013 y mod.), que describen como Mercados a aquellas entidades privadas constituidas como sociedades anónimas comprendidas en el régimen de oferta pública de acciones. Tienen como función autorizan, suspenden y cancelan el listado y/o negociación de valores negociables y además garantizan las operaciones que en ella se realizan.

Sus operaciones se desarrollan en el mercado primario, donde la CNV desarrolla la labor de garantizar su transparencia, poniendo a disposición de los profesionales del sector financiero y de los posibles inversores la información necesaria y suficiente del emisor de los valores, como del valor que se va a colocar en el mercado. De

la misma manera, se desarrollan en el mercado secundario, donde la CNV garantiza la transparencia y la adecuada formación de precios sobre estos mercados, así como la seguridad del tráfico en los mismos.

f.3.a Funciones.

Los mercados deben contemplar las siguientes funciones principales, de acuerdo a las características propias de su actividad específica, ajustado al artículo 32 de la Ley N° 26.831 concordante con el capítulo I Título VI de las normas (N.T. 2013 y mod.):

- Dictar las reglamentaciones a los efectos de habilitar la actuación en su ámbito de agentes autorizados por la CNV, no pudiendo exigir a estos fines la acreditación de la calidad de accionista del mercado.
- Autorizar, suspender y cancelar el listado y/o negociación de valores negociables en la forma que dispongan sus reglamentos.
- Dictar normas reglamentarias que aseguren la veracidad en el registro de los precios así como de las negociaciones, así como, asegurar la realidad de las operaciones que efectúen sus agentes dentro de su sistema de negociación.
- Fijar los márgenes de garantía que exijan a sus agentes para cada tipo de operación que garantizaren;
- Constituir tribunales arbitrales.
- Emitir boletines informativos.
- En base al artículo 35 de la Ley 26.831, los mercados pueden organizar agentes de liquidación y compensación para liquidar las operaciones. Realizando transacciones financieras tendientes a facilitar la concertación de operaciones bursátiles de acuerdo con sus estatutos, reglamentos y el Decreto N° 1023/2013. Y todas aquellas actividades afines y complementarias a ese fin, estando bajo control de la CNV.

Las atribuciones indicadas podrán ser ejercidas por el mercado o delegadas parcial o totalmente en otra entidad calificada en cuanto a su conocimiento a los fines de realizar dichas actividades.

f.3.b. Autorización y fiscalización.

Para solicitar la autorización deberán presentar la documentación requerida ante la CNV de acuerdo del artículo 28 de la Ley N° 26.831 concordante al artículo 1 sección I capítulo I Título VI de las normas (N.T. 2013 y mod.). Comisión encargada de la fiscalización del cumplimiento de las funciones delegadas por la misma Ley y del control societario respecto de las sociedades anónimas registradas como Mercados, desde su inscripción hasta la baja en el registro respectivo, como lo establece literalmente el artículo 4 sección I capítulo I Título VI de las normas (N.T. 2013 y mod.).

f.3.c. Marco Legal

- Ley N° 26.831 de Mercado de Capitales.
- Decreto 1023/13 Reglamento de la Ley N° 26831.
- Nuevo Texto de las Normas (N.T.2013 y mod.).
- Estatuto y Reglamento de cada uno de los Mercados, aprobados por la CNV.

f.3.d. Rol de los Mercados de Valores en el Mercado de Capitales.

El rol de los Mercados se ve ampliado al haberle quitado la característica de mutualización, segmentando las incumbencias de los operadores, integrándose entre mercados, incluyendo a sus plataformas operativas. Es decir, los mercados cada vez tienen mejor interconexión facilitando el intercambio de información entre ellas.

Lo señalado se desprende del artículo 31 de la Ley N° 26.831 con la cual se obliga a los mercados a representar su capital deberá en acciones ordinarias nominativas no a la orden o escriturales de valor nominal \$1,000 mil pesos y 1 voto cada una, las cuales deberán ser ofertadas públicamente, operación que la CNV reglamentará para evitar que en los mercados existan accionistas controlantes o la formación de grupos de control, ello, de acuerdo con el artículo 5 sección I capítulo I Título VI de las normas (N.T. 2013 y mod.).

f.4. La Caja de Valores.

Es la entidad reconocida por la CNV bajo el régimen de depósito colectivo nacional de acuerdo al artículo 42 sección XIII capítulo I título VIII de las normas

(N.T.2013 y mod.), que se ocupa de la custodia de valores negociables tanto públicos como privados, en el marco de seguridad y privacidad exigido por la Ley N° 20.643 y sus normas concordantes y complementarias.

En Argentina, la Caja de Valores es la única entidad autorizada a funcionar en ese carácter, su casa central funciona en la ciudad de Buenos Aires y cuenta además en la actualidad con sucursales en las ciudades de Córdoba, Mendoza, Rosario y Santa Fe.

f.4.a. Autorización y fiscalización.

La CNV establece las formalidades y requisitos que deberán cumplir las entidades que soliciten su autorización para funcionar y su inscripción en el Registro de Idóneos. A la par, ejerce el poder de fiscalización dentro del marco del Decreto N° 1023/13, ordenando a los Agentes de Depósito Colectivo brindar a la CNV acceso en tiempo real a los saldos y movimientos de cuentas depositantes, subcuentas comitentes y cuentas de garantía, en armonía con el artículo 17 sección VI capítulo I título VIII de las normas (N.T. 2013 y mod.). De la misma manera, ejerce el control societario desde su inscripción hasta la baja en el registro respectivo según el artículo 2 sección I capítulo I título VIII de las mismas normas.

f.4.b. Servicios.

- **Custodia:** Servicio que consiste en recibir los depósitos colectivos de valores negociables públicos o privados, permitiendo realizar transferencias de dominio de los mismos sin necesidad de ser registrados por la sociedad emisora ni de efectuar su traslado físico, agilizando de esta manera el traspaso de las tenencias en el proceso de liquidación de todos valores negociados en los mercados de valores.

Se hace un listado con la información de las transacciones efectuadas por los agentes bursátiles en sus cuentas y subcuentas. Por otro lado, la Caja de Valores percibe de los emisores dividendos, intereses o cualquier otra acreencia a que dieren derecho los valores negociables depositados, procediendo a su acreditación en las cuentas comitentes. Es decir, que los derechos inherentes a los valores negociables en custodia son reconocidos exclusivamente a sus propietarios, quienes para su ejercicio reciben de la institución certificados a su nombre.

- **Registro:** La Caja de Valores tiene por objeto llevar y mantener actualizadas las anotaciones sobre los tenedores de los valores negociables emitidos por entidades públicas o privadas.
- **Agente pagador de acreencia:** Las emisoras suelen celebrar con la Caja de Valores un contrato por el que solicitan este servicio, que tiene por objeto ejecutar los pagos en efectivo o en especies a los tenedores de dividendos, intereses y/o ajustes integrales de capital a los accionistas que se presenten a tal fin, por cuenta de las empresas que lo contratan. Esta modalidad se hace extensiva a la acreditación de rentas y amortizaciones en el caso de valores de deuda.
- **Agente de suscripción:** Consiste en acreditar los derechos de suscripción que correspondan a cada titular, registrar las nuevas acciones, percibir y entregar los fondos, y hacer lo propio con el derecho de acrecer (prorratio).
- **Otros servicios:** Se pueden considerar a los servicios de agente de canje, de agente fiduciario, de agente de registro de letras hipotecarias, de agente de numeración, de custodia regular de diversos instrumentos generalmente utilizados como respaldo de otras operaciones financieras (securitizaciones, reestructuraciones de deuda, garantías, etcétera).

f.4.c. Rol de la Caja de Valores en el Mercado de Capitales.

La Caja de Valores aportar al mercado de capitales la más estricta confiabilidad en el registro, administración y custodia de valores, es decir, al ser el responsable de la administración de los recursos informáticos elabora un soporte tecnológico aplicable en la plataforma bursátil argentina.

Proporcionando a la vez mantenimiento y operación del equipo de cómputo y comunicaciones, el desarrollo y mantenimiento de los sistemas de información, la capacitación y asistencia a los usuarios. Otorgando al mercado de capitales confiabilidad, seguridad, privacidad y eficiencia.

g. La función de reglamentación dentro del mercado de capitales.

Coincidiendo con la postura del maestro Barreira Delfino, que señala en sus clases magistrales es elemental diferenciar como es la labor de regulación y reglamentación del Estado:

Regulación	Reglamentación
<ul style="list-style-type: none">•Es un concepto de tipo económico, donde el Estado (administración pública) interviene e influye en la economía, actuando como un sujeto activo.	<ul style="list-style-type: none">•Es más un concepto de tipo jurídico, donde el Estado (administración pública) fija reglas de conducta para los sujetos que participan activamente en la economía de un país.

Por ende, la atribución de la reglamentación, generalmente entendida como el proceso de normar, supervisar y controlar, fue distribuida entre los diversos poderes y entidades del Estado. Y concordante con la división de responsabilidades descritos en el Gráfico N° 9, la CNV queda facultada para ejercer la actividad de regulación, supervisión y sanción administrativa para velar por la correcta aplicación de las normas que regulan el mercado de capitales argentino, ello de acuerdo al artículo 81 de la Ley N° 26.831.

Gráfico N° 9: Regulación.



Fuente: Claves para el Inversor, portal de la CNV.

h. . Relación del Sistema Bancario con el Sistema de Mercado de Capitales.

h.1. Diferencias.

SISTEMA FINANCIERO	SISTEMA DE CAPITALES
<ul style="list-style-type: none">- El ente regulador es el Banco Central de la República Argentina (en adelante BCRA).- Desarrolla una intermediación indirecta en sus operaciones, que se observa cuando: i) Una empresa solicita un préstamo al banco, esta recibe dinero sin saber de dónde viene, es decir, sin tener ningún contacto con aquel depositante cuyo dinero le es entregado. ii) El ahorrista que realiza un depósito en una cuenta no sabe qué hará el banco con su dinero ni a quién se lo entregará en préstamo. En ambos casos el banco asume todo el riesgo.- El interesado obtiene solo deuda al realizar un préstamo.- El banco pone las condiciones.- La financiación realizada figura en balance como pasivo.- Se divide en: i) Banca privada, que a su vez, puede ser comercial, industrial o de negocios y mixta. Siendo los únicos autorizados Bancos y Financieras. ii) Banca	<ul style="list-style-type: none">- El ente regulador es la CNV.- Desarrolla en sus operaciones una intermediación directa, puesto que interactúan de manera directa la empresa que capta recursos y el inversor que se los proporciona. Por tanto el riesgo es asumido directamente por el inversor.- El interesado obtiene una deuda invirtiendo su capital.- La Empresa emisora pone las Condiciones.- El inversor analiza riesgos con Asesoramiento.- Existe dos tipos de Mercados: i) Mercados bursátiles (ej. Bolsa de Comercio de Buenos Aires) y ii) Mercados extrabursátiles (ej. MAE).- Es una fuente de financiamiento que de manejar la información correcta, pone al inversionista en la posición de adquirir una deuda a tasas razonables, que generalmente son menores a los establecidos por los bancos.

<p>pública, conformada por el banco emisor o banco central, que tiene el monopolio de emisión de dinero y suele pertenecer al Estado.</p> <p>- Tiene la capacidad de que el crédito esté disponible, para las actividades e inversiones productivas, de las empresas de cualquier tamaño (que en realidad es casi imposible el acceder al crédito de las empresas más pequeñas por los excesivos requisitos) y localización geográfica.</p>	
---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	--

h. 2. Funcionamiento.

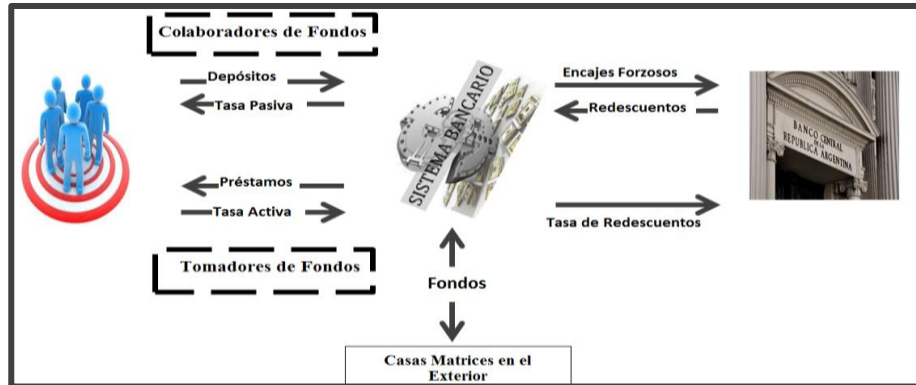
h.2.a. Descripción del funcionamiento del Sistema Bancario.

El Sistema Bancario desarrolla un rol importante tanto en la economía argentina como en el mundo. Las entidades bancarias muchas veces son actores excluyentes del manejo de la moneda y crédito en un país, estando orientadas a la obtención y acumulación de dinero (ganancias).

La clasificación del sistema se bifurca en Banca Privada y Banca Pública, la primera se divide en:

- i) Banca Privada Comercial, que se ocupa sobre todo de facilitar créditos a individuos privados.
- ii) Banca Privada Industrial o de Negocios, que invierte sus activos en empresas industriales, adquiriéndolas y dirigiéndolas.
- iii) Banca Privada Mixta, combina ambos tipos de actividades. Mientras que la Banca Pública, refleja la participación destacada del banco emisor o banco central, quien tiene el monopolio de emisión de dinero y suele pertenecer al Estado.

Imagen N° 2: Sistema Bancario.



Fuente: Elaboración propia.

En la imagen N° 2 se representan los principales roles de un banco, por un lado, guardar fondos ajenos (ahorro del depositante) en forma de depósitos o asegurarlos mediante el servicio de cajas de seguridad (operaciones pasivas), a cambio de cobrar una serie de comisiones. Los bancos pueden disponer de los mencionados ahorros remunerando al depositante mediante el pago de un interés. Los servicios de depósitos como: Cuentas Corrientes, cuentas de Ahorro, Cuentas a plazo fijo, Certificados de depósito. Por otro lado, con los fondos depositados los bancos conceden préstamos y créditos a otros clientes (operaciones activas), cobrando a cambio otros tipos de interés. Estos préstamos pueden ser personales, hipotecarios o comerciales. La diferencia entre los intereses cobrados y los intereses pagados constituye la principal fuente de ingresos de los bancos.

h.2.b. Descripción del funcionamiento del Mercado de Capitales.

Como se señaló previamente, el mercado de capitales es el ámbito donde se ofrecen públicamente valores negociables y otros instrumentos autorizados por la CNV, cuya negociación se realiza a través de agentes reconocidos en el “Registro de Idóneos” de la CNV.

Imagen N° 3: Circuito de Compra –Venta en un Mercado de Valores.



Fuente: INVERTIR

Como sujeto interviniente en el mercado de capitales encontramos al emisor, quien busca en él financiamiento, debiendo solicitar su inscripción ante la CNV, para ofertar públicamente colocando valores en los mercados autorizados (el mercado primario, que posteriormente serán negociados en el mercado secundario). Por otro lado, se identifica otro sujeto llamado inversor, quien de acuerdo a la Imagen N° 3 invierte según su perfil de riesgo y la asesoría e intermediación de los agentes registrados, siendo estos los que manifestarán las órdenes de compra y de venta (que son registrados en el Sistema Integrado de Negociación Asistida por Computadora -SINAC) en función de lo solicitado por los inversores.

Se concreta la negociación de valores (los que se encuentran custodiados por la Caja de Valores en la cual fueron depositados por orden del agente intermediario en su cuenta comitente a nombre del inversor en su subcuenta comitente) otorgándolos al mejor postor y que tengan prioridad precio-tiempo, en el caso que concurren igual precio, tendrá prioridad la orden de compra o venta que haya ingresado primero.

i. Ventajas de acudir al Mercado de Capitales.

Como fuente de financiamiento el mercado de capitales genera a las empresas entre otras las siguientes ventajas:

- Le otorga alternativas de inversión, de las cuales elige de acuerdo con sus necesidades y en función a su preferencia por riesgo y rendimiento.
- Proporciona liquidez al accionista y propietario²³. El capital se hace líquido de manera rápida, la que se facilita por medio de la venta de acciones.
- Se obtiene recursos financieros a menor costo, mediante títulos de renta fija a corto y largo plazo, acciones, papeles comerciales, etc.
- La empresa obtiene prestigio e imagen de marca (imagen corporativa) al ser vista como una entidad de transparencia que garantiza la solvencia, incluso con el solo hecho de estar inscrita muestra que la empresa ha alcanzado un grado de organización y control.

²³ Cfr. Fabozzi Frank J., Modigliani Franco, Ferri Michael G., *“Mercados e instituciones financieras”*, Pearson Educación S. A, México, 1996. p. 7.

j. Importancia del Mercado de Capitales.

El mercado de capitales es uno de los motores de la economía argentina, al desempeñar actividades que contribuyen al crecimiento eficiente de la economía, reduciendo los riesgos y costos, movilizandol la producción de bienes y servicios y de este mismo modo creando nuevos empleos y en general, se traduce en bienestar económico y social.

Principalmente canaliza el ahorro transformándolo en inversión y la inversión a su vez genera el crecimiento económico. Ofrece a los inversores individuales e institucionales diversos tipos de títulos valores para diversificar sus inversiones ajustándose a su perfil y preferencias de riesgo y rendimiento esperado, de la misma manera, permite a las empresas y al Estado obtener fondos del público con la finalidad de financiar sus actividades económicas y sociales.

Los mercados de capitales lograr su desarrollo en la medida que exista un adecuado medioambiente donde los recursos de ahorros puedan canalizarse de manera eficiente hacia la inversión productiva. Es por ello, que los modelos de crecimiento más sofisticados y más recientes incorporan cuestiones vinculadas a las instituciones, la estructura de incentivos, y las infraestructuras sociales.

Por otro lado, el mercado de capitales protege al público inversor, respetando los principios de transparencia, por ello, a través de la implementación de medidas asegura su protección.

I.C. INSTRUMENTOS DE FINANCIAMIENTO PARA PYMES EN EL MERCADO DE CAPITALES.

a. Generalidades.

El estudio en el siguiente capítulo inicia determinando conceptos generales sobre los instrumentos financieros en el marco general del mercado de capitales. En principio considerando a los instrumentos financieros como activos financieros que dan derecho al poseedor de percibir uno o más pagos futuros por parte de los emisores (empresas del sector privado y público), quienes acudieron al mercado de capitales por una necesidad de financiar sus inversiones, cumplir deuda o cubrir déficits temporarios entre los ingresos y los gastos corrientes. Siendo negociados en Mercados de Valores o Bolsas de Comercio autorizados por la CNV.

Los detalles de la emisión de un instrumento se encuentra detallado en el Prospecto de Emisión, que en líneas generales es un documento que contiene información de la empresa (sus orígenes, proyecciones de inversión y breve resumen de la emisión en particular: condiciones y características del título, forma y fechas de pago de amortización y tasa de interés, la duración, moneda de emisión, régimen impositivo y calificaciones de riesgo, en el caso de que hayan sido solicitadas). El mencionado prospecto es puesto a disposición de los potenciales inversores al momento de la emisión y/o la compra, sobre el cual formará su decisión de inversión.

En el mercado de capitales se puede diferenciar un régimen general y regímenes especiales, un ejemplo de estos últimos es el denominado régimen “PYMES CNV”, que fue desarrollado e implementado con el objetivo de lograr la inserción en el mercado de capitales del segmento PyMEs, incrementando su participación y por ende generando su crecimiento dentro del mercado interno. Dicha inserción se da mediante la implementación de determinados instrumentos de financiamiento que les otorga beneficios.

b. Clasificación general de instrumentos de inversión.

b.1. Renta variable.

Son aquellos instrumentos que tienen como rasgo general poseer un cronograma de pagos futuros el cual se mantiene desconocido para el inversor al momento de la emisión y/o la compra.

b.1.a. Acciones.

Conocidos como instrumentos de participación en el capital, representa una parte del capital de la empresa, la cual negocia en Mercados autorizados por la CNV.

Son instrumentos de los que no resulta posible conocer con seguridad la rentabilidad que se obtendrá al invertir en ellos. Esto se debe a que tanto el precio al que se podrá vender las acciones, así como los dividendos que podrá obtener durante su tenencia resultan inciertos, dependiendo expresamente de la evolución de la empresa

Para ofertar públicamente acciones, las empresas deben encontrarse dentro del régimen de la oferta pública, estando autorizada ante la CNV siguiendo lo establecido por el artículo 16 sección III capítulo V título II de las normas (N.T. 2013 y mod).. Los detalles de la emisión de acciones están contenidos en el Prospecto de Emisión.

Para invertir en acciones se debe tener en cuenta factores como: el crecimiento esperado de la empresa, sobre el mercado y la economía donde lleva adelante sus actividades comerciales, el riesgo asociado a la obtención de las ganancias, la liquidez de la acción en caso de tener movimiento en la Bolsa y los dividendos que paga la empresa. Ello a razón de ser instrumentos de inversión a largo plazo. Al adquirir una acción el titular se convierte en accionista y es considerado socio de la empresa, con los derechos y obligaciones que esto implica. Considerando por lo general que el riesgo de las acciones es elevado (comportamiento imprevisible), varía según la solvencia de cada emisor, es decir, las empresas más sólidas y con mejor historial financiero suelen tener menor riesgo que otras por tener una evolución más incierta. Sin embargo, el inversor asume el riesgo empresarial hasta el límite de la inversión que realizó. Pudiendo mantener o venderlas en cualquier momento, al no contar con una fecha de vencimiento.

b.1.b. Fondos Comunes de Inversión.

Los Fondos Comunes de Inversión (en adelante FCI) no son sociedades ni personas jurídicas, están regulados por la Ley N° 24.083 sancionada el 20 mayo de 1992, el Decreto Reglamentario N° 174/93, el Reglamento de Gestión propio de cada FCI debidamente aprobado por la CNV y a las normas (N.T 2013 y mod.).

Los FCI Emiten valores negociables de tipo nominativos o escriturales denominados “Cuotapartes”, que son adquiridos por un grupo de personas que comparten objetivos en relación al riesgo y la rentabilidad. Su patrimonio es indiviso y está constituido por aportes de los cuotapartistas.

La administración de un FCI es llevado a cabo por dos sociedades distintas que cumplen roles complementarios permitiendo un control por oposición, se tiene por un lado a la Sociedad Gerente, quien administra las inversiones, tomando las decisiones de inversión; y por otro lado, la Sociedad depositaria, quien se encarga principalmente de la custodia de los instrumentos pertenecientes al fondo, para ello se encuentra autorizada por el BCRA y de la administración de las cuotapartes. Ambas entidades deben contar con previa autorización de la CNV. Todo ello, permite que los FCI se clasifican:

- Según el objeto de inversión, es decir, según el tipo de activo en que se invierte:
 - i) Los Fondos de Plazo Fijo o Fondos de Mercado de Dinero: Tienen una cartera conforma mayormente por depósitos en entidades bancarias autorizadas por el BCRA.
 - ii) Los Fondos de Bonos o Renta Fija: Cuentan con una cartera constituida por títulos de deuda pública o privada llamados bonos.
 - iii) Los Fondos de Acciones o Renta Variable: Tienen mayor riesgo asociado por invertir en acciones de empresas que cotizan en una Bolsa autorizada.
 - iv) Los Fondos Mixtos: Su cartera está conformada por una variedad de instrumentos financieros como acciones, bonos y/o depósitos en entidades financieras.
- Según su constitución:
 - i) FCI abiertos: Son constituidos generalmente por un plazo de duración indeterminado. Cuentan con una cantidad de cuotapartes variable, dando lugar a que cualquier persona pueda suscribir nuevas cuotapartes en cualquier momento y a través de lugares (sucursales de entidades financieras, agentes colocadores autorizados) o medios habilitados para su ofrecimiento (páginas de Internet registradas, sistemas telefónicos registrados), y una vez emitidas pueden ser rescatadas anticipadamente por la entidad emisora sin ninguna limitación puesto

que la operatoria está "abierta". Su patrimonio puede estar integrado por acciones, bonos, metales preciosos, divisas, futuros, opciones, dinero e instrumentos emitidos por entidades financieras autorizadas por el BCR.

- ii) FCI cerrados: Son constituidos por un período de tiempo predeterminado, cuenta con una cantidad fija de cuotapartes, y al ser una vez emitidas no pueden ser rescatadas anticipadamente, ni tampoco puede ampliarse la emisión, sin embargo, para salir de un FCI Cerrado, se deben vender las Cuotapartes en el mercado secundario. El patrimonio de este fondo es mucho más amplio que los FCI Abiertos, puesto que incluye a la explotación comercial de empresas, proyectos de inversión, explotaciones agropecuarias, etcétera.

b.2. Renta Fija.

De forma general los instrumentos de renta fija son denominados instrumentos de deuda, son creados genéricamente y emitidos en masa, generando idénticos derechos a todos los adquirente de una misma clase. Por otro lado, son fungibles, por ende altamente circulantes.

El instrumento incorpora un derecho de crédito a favor del inversor respecto de la emisora, constituyéndose este como obligacionista o acreedor con derecho a que se le restituyan el capital más los intereses (llamados renta o cupón) convenidos en un período de tiempo determinado (plazo), conforme a un cronograma de pagos futuros detallado en el Prospecto de Emisión que es publicado en el portal de la CNV, el cual permite conocer la rentabilidad del instrumento, puesto que están dadas por el rendimiento que se obtiene del cobro del total de los intereses, si decide mantenerlo desde su adquisición hasta su fecha de vencimiento, o por la diferencia entre el precio de compra y el precio de venta, al optar por venderlos en el mercado secundario.

La empresa que desee ofertar públicamente valores representativos de deuda individualmente o por programa global, deben solicitar la autorización a la CNV de acuerdo a al artículo 16 sección III, sección IV y artículo 36 sección V pertenecientes al capítulo V título II de las mismas normas (N.T. 2013 y mod.). Los cuales son de estricto cumplimiento, salvo aquellos instrumentos que son expresamente regulados.

Partiendo de la información antes señalada, estos instrumentos se clasifican de la siguiente manera:

b.2.a. Título de Deuda Pública.

Instrumentos que representan una promesa de pago, donde el emisor debe devolver el capital de los inversores, más sus intereses correspondientes. Cuando son emitidos por el Estado Nacional son llamados Títulos Públicos Nacionales, los Provincias son Títulos Públicos Provinciales y los Municipios Títulos Públicos Municipales.

Los fondos recaudados por esta emisión usualmente son destinados por un lado para financiar el déficit público generado por el desfasaje entre los ingresos que obtiene el Estado como son los impuestos y lo que gasta como los sueldos de la administración pública; y por otro, también para renovar una deuda por vencer.

En general, los títulos de deuda son conocidos como “bonos”, el grado de seguridad en inversión varía en cada caso, del atractivo para los inversores: depende de la solvencia del emisor y de las características del título, y en el caso, los títulos de deuda pública de gozan de poco riesgo de incumplimiento de pago al ser los emisores parte de la Administración Pública y por ende menor rendimiento. Los bonos se clasifican en:

- Bonos cupón cero: Son emitidos por una entidad que elige no pagar interés de forma periódica a lo largo de la vida del bono, convirtiéndose en una forma indirecta de pago de intereses más arriesgada que otros tipos de bonos. Son cotizados aplicando un descuento al verdadero valor nominal resultando un precio inferior y realiza la amortización del valor nominal en el momento del vencimiento.
- Bonos Bullet: Clase de bonos integrados por el pago periódico de cupones conformados sólo de interés, y por el capital que es el valor al que se compró, el cual es amortizado a la fecha de vencimiento. En otras palabras, el inversor recibe periódicamente pagos de intereses, y al vencimiento recibirá íntegramente el valor nominal del bono más los intereses del último período.

b.2.b. Títulos de Deuda Privada.

Son títulos o contratos de deuda negociados en un Mercado o Bolsa de Valores autorizados por la CNV, representan una promesa de pago, comprometiéndose el emisor a

devolver el capital a los inversores, en el plazo y forma determinados plazo de acuerdo al cronograma desarrollado en el Prospecto de Emisión.

La decisión de mantenerlos o venderlos recae solo en los inversores. Sin embargo, es recomendable mantenerlos hasta el vencimiento, por la poca demanda haciendo difícil su liquidez. Dentro de este tipo de títulos se identifican a las siguientes clases:

b.2.b. a) Obligaciones Negociables.

El marco legal que regula las Obligaciones Negociables (en adelante ON) es la Ley N° 23.576 (modificada por la Ley N° 23.962), que en su artículo 1 dice a la letra: “Las sociedades por acciones, las cooperativas, asociaciones civiles constituidas en el país, y las sucursales de las sociedades por acciones constituidas en el extranjero en los términos del artículo 118 de la Ley N° 19.550 de Sociedades Comerciales, pueden contraer empréstitos mediante la emisión de obligaciones negociables (...)”. Es decir, son emitidos por entidades y empresas privadas, llegando a tomados como “Bonos Privados”, representando una promesa de pago.

Las emisoras, que nos son otra cosa que empresas autorizadas a realizar oferta pública por la CNV, pueden realizar las emisiones de dos formas:

- Emisión individual, acorde a las secciones II, III y IV correspondientes al capítulo V título II de las normas (N.T. 2013 y mod.), en armonía con los términos del artículo 84 de la Ley N° 26.831, la empresa que obtenga la autorización de ofertar pública podrá emitir ON automáticamente.
- Programa Global, la emisión bajo esta modalidad es útil para aquellas empresas que prevén una necesidad de fondos en forma regular por un período o monto determinado. Para ello, debe solicitar una única autorización de la emisión de acuerdo a la sección V capítulo V título II de las normas (N.T. 2013 y mod.), significando menores pasos, ahorrando tiempo y costos, puesto que, cada serie de ON individualmente requiere el permiso de oferta pública. La empresa podrá emitir distintas series de ON dentro de los 5 años contados a partir de la autorización original del programa, previa presentación de un prospecto reducido para cada una de las series.

Por otro lado, los derechos que gozan los inversores al adquirir ON se encuentran contemplados principalmente en el Prospecto de Emisión, las normas (N.T. 2013 y mod.), y en la Ley N° 23.576 de la cual destacan las siguientes:

- El régimen de beneficios impositivos establecido en sus artículos 35 al 38, sumado aquellas disposiciones complementarias dictadas por la AFIP.
- Su artículo 29 que expresamente señala el derecho a ejercer una acción ejecutiva, por la cual el inversor puede reclamar el capital, actualizaciones e intereses y para ejecutar las garantías otorgadas.
- En su artículo 13 otorga el derecho a tener una representación, precisando que la emisora puede celebrar con una institución financiera o firma intermediaria un convenio para que asuma el cargo la defensa de los derechos e intereses que colectivamente correspondan a los obligacionistas durante la vigencia del empréstito y hasta su cancelación total.

Cabe precisar que existen derechos en particular de acuerdo a las diversas modalidades de emisión de ON, que son adaptadas a las circunstancias y necesidades particulares de cada empresa y las exigencias del mercado. A continuación se describe brevemente dichas modalidades:

- ON Simples: Son aquellas que representan un pasivo para la emisora y para el inversor un derecho de cobro de capital e interés, es decir, el inversor se constituye acreedor del emisor.
- ON Convertibles: Son aquellas que representan un derecho de cobro para el inversor obligacionista, otorgándole además. Además el inversor tiene la opción de cambiar su posición de acreedor a la de accionista de la emisora, al haber establecido la opción de cancelar por anticipado la relación crediticia mediante la compra de acciones de la emisora al precio que se haya determinado en la suscripción de la ON. Es importante resaltar que las sociedades por acciones son las únicas autorizadas a emitir ON convertibles.

Su riesgo como instrumento de renta fija suele ser menor a comparación con los de renta variable, dependiendo siempre de la solvencia y perspectiva de negocio del emisor.

b.2.b. b) Valores de Deuda Fiduciaria.

En Argentina, el Fideicomiso financiero se encuentra regulado por el Código Civil y Comercial (en adelante CCyC), complementariamente por los artículos no derogados de la Ley N° 24.441, Ley N° 26.831 y las normas (N.T. 2013 y mod.). Este mecanismo de financiación es denominado Titulización o Securitización, que otorga liquidez a los activos que no eran líquidos ni negociables.

Se constituye un fideicomiso cuando la entidad que quiere financiarse (fiduciante) separa de su balance una parte de sus bienes y derechos que son individualmente insignificantes por dicho motivo los agrupa, como son los activos reales o financieros como acciones, ON, cuotapartes de FCI. Títulos cambiarios como pagarés, letras de cambio, cheques, facturas de crédito. De esta manera se forma un patrimonio independiente tomado como el fideicomiso, que es administrado por la fiduciaria, la cual puede ser una entidad financiera o una sociedad especialmente autorizada por la CNV para actuar como “fiduciario financiero”, a través de un contrato financiero como aquel donde interviene: “el fiduciario es una entidad financiera o una sociedad especialmente autorizada por el organismo de contralor de los mercados de valores para actuar como fiduciario financiero, y beneficiarios son los titulares de los títulos valores garantizados con los bienes transmitidos.”, de acuerdo al artículo 1690 del CCyC.

El patrimonio constituido respalda la emisión de dos tipos de títulos valores

- Títulos de renta variable denominado Certificados de Participación en la Propiedad Fiduciaria: Son emitidos por el fiduciario, con la cual, el inversor asume un riesgo mayor y participar de las ganancias del proyecto.
- Títulos de renta fija denominados Valores de Deuda Fiduciaria: Regulados por el artículo 1 sección I capítulo IV título V de las normas (N.T.2013 y mod.), emitidos para financiar el desarrollo de un proyecto en concreto del emisor, como construir una carretera, lanzar un emprendimiento, etcétera. Considerando la inversión como un préstamo de dinero a favor del fideicomiso, y como contraprestación perciben periódicamente los intereses generados y la devolución del capital. Pueden ser emitidos por el fiduciario, fiduciante o un tercero, y en cualquier forma, incluida la escritural, conforme lo dispuesto en el artículo 1693 del CCyC.

Los inversores analizan las condiciones del valor de deuda fiduciaria detalladas en el prospecto de emisión e identifican combinaciones de riesgo, rentabilidad y plazo, y al adquirir alguno se convierte en beneficiario de acuerdo al artículo 1692 del CCyC.

Es un instrumento tiene las siguientes ventajas:

- Mejora los plazos de endeudamiento ya que permite contar con un plazo de financiamiento mayor al de los activos que lo respaldan.
- Elimina las restricciones de endeudamiento que se aplican sobre los balances de la empresa.
- Mantiene el fideicomiso fuera del balance del emisor, así éste puede continuar obteniendo financiamiento sin mostrar un alto nivel de apalancamiento.
- Se califica de manera independiente la cartera Securitizada y a la empresa.
- La empresa no se ve afectado por el riesgo comercial de la misma, conllevando a que los acreedores de la empresa ajenos a la emisión de deuda fiduciaria no tengan ningún derecho sobre los activos integrados en el fideicomiso. Por ello, se la considera un instrumento de un riesgo inferior a diferencia de otros.

b.2.b. c) Cheque de Pago Diferido.

Partimos de una concepto descriptivo de Cheque de Pago Diferido (en adelante CPD) realizado por el Dr. Gómez Leo²⁴: “El cheque de pago diferido es un título de crédito cambiario, abstracto, formal y completo, que contiene una orden incondicionada de pago, a una fecha determinada, librado contra un banco, para que pague al portador legitimado que presente el CPD, o el certificado nominativo transferible si fue emitido, una suma determinada de dinero si hubiera suficiente provisión y disponibilidad de fondos en la cuenta contra la cual se giró y que en caso de ser rechazado, con las debidas constancias, otorga acción cambiaria y ejecutiva contra el librador y, en su caso, contra todos los firmantes.”. Es decir, el CPD puede ser tomada de manera estricta como una orden de pago librada a una fecha determinada posterior a la de su libramiento, contra una entidad

²⁴ Gómez Leo, Osvaldo R., “*Nuevo Manual de Derecho Cambiario*”, 1ª ed., Abeledo-Perrot, Buenos aires, 2014, p. 579.

autorizada, donde el librador cuenta con una cuenta corriente con fondos suficientes depositados a su orden o tenga autorización para girar en descubierto.

Instrumento regulado bajo el marco legal de la Ley N° 26.831, Ley N° 24.452, las normas (N.T. 2013 y mod.) y el Decreto N° 386/03 el cual permite la negociación de los CPD por medio de oferta pública en el mercado secundario de los Mercados autorizados por la CNV bajo los términos de la Ley N° 26.831. De esta manera la negociación en el mercado de capitales se convierte en un sistema que contribuye a una mayor circulación de los CPD creando una nueva fuente de financiamiento para las empresas. Permitiendo a quien tiene cheques a cobrar en un futuro por un plazo máximo de 360 días, poder adelantar su cobro; y al inversor que posee fondos líquidos, comprar estos cheques a cambio de tasas de interés futuras, obteniendo una rentabilidad de la diferencia entre el monto indicado en el cheque y el dinero que pagó para comprarlo.

Se identifica tres sistemas de negociación según el artículo 31 sección X capítulo V título VI de las normas (N.T.2013 y mod.), basados en quien se responsabilice del pago:

- Sistema Patrocinado: Sistema en la cual una empresa puede solicitar la autorización de listado de CPD propios, siempre en cuando esté constituida bajo en alguna de las siguientes clasificaciones: sociedades comerciales legalmente constituidas, cooperativas, asociaciones civiles, mutuales, fundaciones, la Nación, Provincias, Municipalidades, entes autárquicos y empresas del Estado. Son emitidos a efectos de liquidar facturas de proveedores de existencia real. Generalmente, dichos proveedores son informados al mercado. Esto significa que no pueden emitirse CPD patrocinado para negociar en el mercado que no representen el pago a un proveedor.

Es preciso indicar, que la responsabilidad tanto del emisor como del beneficiario del CPD esta enunciada en la Ley N° 24.452, rigiendo la cadena de endosos, excluyendo el de la Caja de Valores.

- Sistema Avalado: Sistema creado exclusivamente para PyMEs o personas físicas, que pueden negociar cheques propios o de terceros (clientes), a través de intermediarios como una Sociedad de Garantía Recíproca (en adelante SGR) quien emitirá un aval sobre los CPD librados por sus miembros o socios partícipes; u otras entidades de

garantía previstas en la Ley N° 25.300 quienes emitirán un certificado de aval sobre el CPD a negociar, el cual será retenido por esta y luego depositado en la Caja de Valores. Estos intermediarios serán a su vez las que soliciten la cotización de los CPD avalado. Cabe indicar que una PyME puede asociarse a una o varias SGR y a la vez negociar cheques con cada una.

- Sistema Directo: Por Resolución General N° 480 la CNV autorizó la negociación de CPD en el segmento directo, sólo en el caso de ser presentados por sus beneficiarios, comitentes vendedores, cuyo asiento principal de negocios registrado se encuentre localizado dentro del ámbito geográfico del mercado en que se negocie, o su zona de influencia. Considerandos por ende una modalidad es más riesgosa, debiendo operar bajo estricto cumplimiento de los recaudos establecidos en la resolución mencionada, del artículo 55 de la Ley N° 24.452 y concordante con el artículo 33 sección X capítulo V título VI de las normas (N.T.2013 y mod.). Se identifica dos tipos de CPD en el sistema directo:
 - i) CPD directo garantizados por los Mercados autorizados, los agentes, contratos de contado de productos, por warrants u otros valores negociables, activos o instrumentos previamente autorizados por la CNV.
 - ii) CPD directo no garantizados. Como es detallado en la sección X capítulo V título VI de las normas (N.T.2013 y mod.). Este tipo de CPD tienen mayor aceptación en las restantes plazas operativas del país que en la plaza local de buenos aires.

Cabe resaltar que la negociación de los CPD en el mercado de capitales representa una reducción del costo financiero para obtener fondos de modo anticipado, mayor transparencia en la operatoria, a la vez otorga un prestigio, reconocimiento al ser emisor. Llegando a considerarlos como una excelente herramienta de financiación de capital de trabajo.

b.2.b. d) Valores de Corto Plazo.

Instrumento que confiere a su titular un derecho de crédito en sentido estricto. Se encuentra reguladas dentro del artículo 65 sección VII capítulo V título II de las normas (N.T. 2013 y mod.), estableciendo que las sociedades por acciones, de responsabilidad limitada, cooperativas y asociaciones mutuales, así como las sucursales de sociedades por

acciones constituidas en el extranjero en los términos del artículo 118 de la Ley N° 19.550, podrán solicitar ante el ente regulador, se le inscriba en un registro especial para constituir programas globales de emisión de valores representativos de deuda con plazos de amortización de hasta 1 año, denominados Valores de Corto Plazo (en adelante VCP), para ser ofertados públicamente de manera exclusiva a inversores calificados definidos en el artículo 12 sección II capítulo VI título II de las normas (N.T. 2013 y mod.) a excepción del inciso g), en mercados primarios y secundarios. Una vez inscritos en el presente régimen toda emisión debe efectuarse dentro de los 5 años siguientes a la inscripción original, la cuales estarán ajustadas con la naturaleza societaria del emisor.

b.3. Derivados.

Se encuentra regulado por las normas (N.T. 2013 y mod.). Considerándolos como instrumentos que permiten realizar cobertura de riesgos, tomándolos como un tipo de operación al no existir como algo físico, sino que se negocian como contratos complejos rodeados de un riesgo elevado. Los derivados pueden ser activos financieros como tasas de interés, tipos de cambio de monedas, índices, etcétera, también pueden ser productos básicos los cuales son llamados Commodities como cereales, minerales, alimentos, etcétera.

Por lo general se adquieren estos productos para cubrir los riesgos de otras inversiones, estableciendo como fechas de vencimiento de acuerdo a cada caso en particular. Lo cual requiere que los inversores cuenten con una elevada capacidad financiera para asumir grandes pérdidas, y suficiente experiencia para vigilar de manera constante la evolución de los mercados estando preparado en todo momento para tomar decisiones inmediatas, lo que genera que no sean líquidos en el sentido convencional. Los derivados más habituales y conocidos son:

b.3.a. Futuros:

Mediante este contrato las partes se comprometen a comprar o vender un activo físico o financiero denominado activo subyacente tales como bienes o valores en una fecha futura determinada y a un precio preestablecido al concertarse el contrato de futuros, los cuales requieren previa aprobación por los Mercados autorizados, de acuerdo al artículo 20 sección IX capítulo V título VI de las normas (N.T. 2013 y mod.).

Se debe tener presente que al celebrarse estos contratos fuera de los Mercados autorizados se denominan contratos a término (forwards).

b.3.b. Opciones:

Regulado como un tipo de operación a plazo, que se podrán realizar en un Mercado autorizado previa aprobación de su respectivo reglamento de acuerdo al artículo 11 y 13 de la sección VI capítulo V título VI de las normas (N.T. 2013 y mod.). Se diferencia dos tipos de opciones:

- Operaciones a plazo del tipo opciones (Directas): regulada en el artículo 18 sección VIII capítulo V título VI de las normas (N.T. 2013 y mod.). Contrato por la cual la persona que compra una opción adquiere el derecho pero no la obligación de comprar o vender el activo subyacente (valores negociables) antes de una fecha establecida a un determinado precio (precio de ejercicio). La opción de compra se denomina “call”, y la de venta “put”.

La cantidad mínima de valores negociables que tiene derecho a comprar o a vender el titular de la opción, y que tiene obligación de vender o comprar el lanzador si es ejercida la opción, integra un lote de negociación. La negociación de opciones se llevará a cabo en base a cantidad de lotes

- Operaciones a plazo de contratos de opciones (Indirectas) sobre contratos de futuros: Regulada en el artículo 21 sección IX capítulo V título VI de las normas (N.T. 2013 y mod.). Determinadas como aquellas operaciones de opciones en las que el subyacente es un contrato de futuros. Los contratos de opciones sobre futuros deberán ser presentados por los Mercados para su previa aprobación por parte de la CNV.

b.3.c. Swaps:

También llamados permutas financieras. Las partes se ponen de acuerdo para intercambiar pagos o ingresos futuros. Como por ejemplo, las contenidas en los artículos 57 y 58 de la sección IX capítulo II título V de las normas (N.T. 2013 y mod.), el uso de operaciones de “swap” de canje de tasa de interés, o una operación de “swap” de divisas de cobertura total con la moneda del fondo.

c. Análisis de los instrumentos financieros del mercado de capitales durante el periodo 2010-2015.

De acuerdo a la información pública disponible del Instituto Argentina de Mercado de Capitales (en adelante IAMC) contenida en Gráfico N° 10 el funcionamiento del mercado de capitales durante el periodo 2010-2015 ha pasado por momentos de mucho movimiento de instrumentos financieros, registrando los siguientes datos:

- El financiamiento total obtenido por las empresas durante el año 2010 alcanzó los U\$S 7,712 millones que representa el 98.5% como incremento anual. Del monto total el 95.7% fue destinado a grandes empresas, mientras que el 4.3% financió a PyMEs. Del financiamiento a grandes empresas el 60.8% se canalizó a través de FF, el 35.6% a través de ON y el 3.6% mediante la suscripción de acciones. Mientras que la colocación de ON y FF se incrementaron a diferencia del 2009 en un 243.5% y 81.1%, respectivamente, la suscripción de acciones disminuyó un 18.4%.
- Durante el año 2011 se alcanzó un financiamiento total de U\$S 8,060 millones, representando un incremento anual de 3.6%. De este total el 94.6% fue destinado a grandes empresas, mientras que el 5.4% fue de PyMEs. Del financiamiento a grandes empresas, el 71.3% se canalizó a través de FF, el 28.2% a través de ON y el 0.6% mediante la suscripción de acciones. La colocación de FF se incrementó un 20.3%, mientras que la emisión de ON y la suscripción de acciones disminuyeron 19% y 83.9%, respectivamente.
- El 2012 se otorgó financiamiento por un total de U\$S 7,798 millones, resultando un incremento anual de 3,3%. Dividido entre el 93,3% a grandes empresas y 6.7% a PyMEs. El financiamiento a las grandes empresas registro una baja anual de -3.3%, esta baja se debió a la reducción de casi el 38% en el monto emitido de FF, que fue compensada en gran parte por el aumento del 80,4% de las emisiones de ON (la emisión de ON por parte de YPF explicaron la totalidad de este aumento). Por otra parte, se destacó que el monto de ON y VCP emitido por empresas grandes (U\$S 3,870 millones) fue el mayor de los 5 años anteriores.
- En el 2013 se financió por un total de U\$S 10,485 millones, marcando un récord para la serie histórica puesto que sufrió un incremento anual de 34%. Dicho monto total destinó

el 94.1% a financiar grandes empresas y el 5.9% a PyMEs. El financiamiento a las grandes empresas incrementó anualmente en un 35.7%, conformado por las 185 emisiones de ON y VCP sumando U\$S 5,121 millones: 178 ON y 7 VCP colocados por 54 empresas grandes.

- Durante el 2014 el Financiamiento sufrió una disminución anual de -35% ascendiendo a U\$S 6,818 millones. Monto total que está conformado por el financiamiento de 89.9% a grandes empresas y el 10.1% PyMEs. El financiamiento a grandes empresas mostró una baja anual de -37.9%, provocado por la disminución en la emisión de acciones (-46%), ON (-61%) y FF (-63%).
- En el 2015 se dio un cambio positivo en el mercado de capitales, obteniendo en el financiamiento total un incremento anual de 13% (U\$S 7,841 millones). El financiamiento total destinó el 88.8% a las grandes empresas y 11.2% a PyMEs. El financiamiento a grandes empresas registra un incremento anual de 13.6%, a causa del aumento en la emisión de ON (34.1%), sin embargo, registró una baja en las emisiones de FF (-7.2%) y acciones (-69%).

En conclusión el volumen negociado del 2010 (U\$S 7,768 millones) ha incrementado en un 1% al 2015 (U\$S 7,841 millones), del cual el financiamiento de las grandes empresas entre el 2010 (U\$S 7,422 millones) ha disminuido en un -6.2% al 2015 (U\$S 6,961 millones), por otro lado, el financiamiento de las PyMEs desde el 2010 (U\$S 346 millones) ha incrementado un 154.3% al 2015 (U\$S 880 millones).

Gráfico N° 10: Financiamiento de Empresas 2010-2015 (volumen).

Tipos de Empresa y de instrumentos	Financiamiento Total. Mil U\$S					
	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Total Empresas Grandes.	7,422	7,617	7,274	9,871	6,128	6,961
Obligaciones Negociables.	2,649	2,146	3,870	5,121	3,146	4,220
Fideicomisos Financieros.	4,512	5,428	3,383	4,659	2,941	2,728
Suscripción de Acciones.	265	43	21	91	42	13
Total PyME	346	443	524	614	690	880
Obligaciones Negociables.	4	25	29	30	14	19
Cheques de Pago Diferido.	290	346	427	525	622	827
Fideicomisos Financieros.	52	66	63	60	53	34
Suscripción de Acciones	0	6	4	0	0	0
TOTAL General.*	7,768	8,060	7,798	10,485	6,818	7,841

Fuente: Anuario 2016, IAMC.

*en millones U\$S

d. Instrumentos regulados para las PyMEs.

La CNV como entidad reguladora al solo efecto del acceso al mercado de capitales y la aplicación del régimen especial PYME CNV, establece la definición de PyME en el artículo 1 de la Resolución General N° 659/2016 que modifica el artículo 1 capítulo VI título II de las normas (N.T. 2013 y mod.): “PyMEs son aquellas empresas que desarrollen actividades productivas en el país cuyos ingresos totales anuales expresados en pesos no superen los valores establecidos en el cuadro siguiente.”

SECTORES				
Agropecuario	Industria y Minería	Comercio	Servicios	Construcción
\$ 160,000.000	\$ 540,000.000	\$ 650,000.000	\$ 180,000.000	\$ 270,000.000

A continuación se describe brevemente como es la operatoria de aquellos instrumentos que las PyMEs registradas en el régimen PYME CNV podrán emitir:

d.1. Corto plazo:

d.1.a. Valores de Corto Plazo.

Las PyMEs registradas en el régimen PYME CNV podrán solicitar la emisión de VCP siguiendo un trámite abreviado para ser cotizados *en* mercados primarios como secundarios. Estos instrumentos están dirigidos exclusivamente a inversores calificados.

Una de las obligaciones de las PyMEs emisoras es registrar cada uno de los VCP emitidos en su hoja de balance contable dentro del rubro de pasivo, ajustados de acuerdo a las disposiciones generales señaladas en el punto b.2.b. d) del presente capítulo.

d.1.b. Cheque a Pago Diferido.

Son objeto de este régimen son los CPD perteneciente a las PyMEs, que en la actualidad cuentan con excelentes tasas (tasa de referencia PyME) y mejores plazos a diferencia de los establecidos por los bancos. En las emisiones de CPD que realizan las PyMEs se identifican dos sistemas las que cuentan con un procedimiento diferenciado.

d.1.b. a) Sistema de CPD avalados.

En este sistema la PyME negocia los cheques de su cartera de clientes/terceros a través de una SGR de la cual es socio partícipe, a quien le hace entrega de los cheques

para así proceda a emitir el aval correspondiente, que posteriormente envía a la Bolsa o Mercado autorizado a fin de negociarlo. Ello significando que ante cualquier dificultad en el cobro de los cheques avalados, la SGR es el principal pagador.

Los fondos resultantes de la negociación son depositados por el agente en una cuenta comitente a nombre del beneficiario. Concluyendo la operatoria bursátil con el vencimiento del plazo del CPD, momento en el que el emisor debe tener fondos suficientes para depositar al inversor en una cuenta corriente o dar la autorización para hacerle un giro.

d.1.b. b) Sistema de CPD patrocinados.

Después de haber solicitado la emisión de CPD patrocinado y estar admitida la PyME envía los cheques a la Caja de Valores S.A., donde debe presentarse el beneficiario de los documentos que no es otro que el proveedor de bienes y/o servicios a fin de endosarlos a favor de esta entidad depositaria conforme a lo dispuesto por el Decreto N° 386/2003 para su posterior negociación, de esta manera no requiere ninguna calificación de riesgo. Dicho endoso es similar al endoso realizado en un Banco.

Posteriormente un agente depositará los fondos resultantes de la negociación en una cuenta comitente a nombre del beneficiario para su disposición. Concluyendo la operatoria con el vencimiento del plazo del cheque realizando el depósito respectivo por parte del emisor en la cuenta del inversor.

Generalmente la emisión de CPD realizada por una Pymes le produce las siguientes ventajas:

- La aproxima o integra al mercado de capitales.
- Permite a las PyMEs negociar cheques propios y aquellos recibidos de terceros a tasas similares a las obtenidas por grandes empresas por contar con el aval de una SGR, reflejando un riesgo prácticamente nulo.
- Obtiene financiamiento de manera rápida de entre 24 a 48 horas.
- Mantiene en el anonimato al librador y a la PyME beneficiada, al ser la SGR la encargada de cotizar en el Mercado autorizado.
- Incrementa su capacidad de endeudamiento.

- La emisión de CPD realizada por la SGR no requiere calificaciones de riesgo.

d.2. Mediano plazo:

d.2.a. Obligaciones Negociables.

Mediante la emisión de ON (bonos privados) las PyMEs financian sus proyectos, hacen inversiones, amplían capital y refinancian sus deudas. La emisión de ON tenía como monto máximo en el 2015 unos \$15,000.000 millones de pesos no pudiendo superar el plazo de 5 años, dicho monto a la fecha sufrió un incremento a \$ 100,000.000 millones de pesos mediante el Decreto N° 598/2016.

La emisión de este instrumento exige que las PyMEs emisoras muestren un buen balances manteniendo un patrimonio neto positivo así como sus utilidades mínimas durante los últimos 2 o 3 balances/años. Convirtiéndolos de esa manera en el instrumento menos utilizado, sin embargo, pero es la que brinda mayor prestigio. La PyME puede emitir ON de forma individual o caso contrario solicitar la autorización de listado de un programa de emisión en series sucesivas, que deberán ser emitidas dentro del plazo máximo de 2 años de admitido el programa, y de forma parcial siempre y cuando la suma total no exceda el monto máximo de emisión ya señalado.

d.2.b. Fideicomiso Financiero.

Generalmente las PyMEs se asocian de forma sectorial o regional para constituir un FF a efectos de bajar los costos fijos y disminuir por dispersión el riesgo, para ello, disponen de sus bienes y derechos (activos financieros o reales) separándolos de su balance para formar un patrimonio independiente, el cual será administrado por la fiduciaria elegida.

El patrimonio del FF respalda la decisión de la PyME de emitir títulos valores para negociarlos en los Mercados autorizados como:

- Los Certificados de Participación en la Propiedad Fiduciaria, cuando se decide incluir inversores que participen en las ganancias que genera el FF.
- Los Valores de Deuda Fiduciaria, cuando se decide asumir una deuda.

Las emisiones pueden realizarse bajo dos modalidades: individual y constituyendo programas globales de acuerdo a las condiciones establecidas en la sección XVII capítulo IV título V de las normas (N.T.2013 y mod.), a la vez es aplicable el marco general de emisión de FF establecido en la misma normas.

d.2.c. Pagaré.

El Decreto-Ley N° 5.965/63, ratificado por Ley 16.478, así como las secciones XV y XIX, capítulo V, título VI del (N.T.2013), enmarcan a los pagarés que gozarán de autorización de oferta pública en los términos de la Ley 26.831 y podrán ser negociados en Mercados autorizados, quienes deberán reglamentar su negociación incluyendo aspectos mínimos bajo sistema de concurrencia de ofertas asegurando la prioridad precio- tiempo.

Son emitidos por PyMEs, a la fecha de la investigación el monto mínimo fijado es de \$100.000 mil pesos o su equivalente en moneda extranjera, y con la cláusula “sin protesto”, debiendo operar en fecha cierta, fijándose dentro de un plazo mínimo de 180 días y máximo de 3 años, a contarse desde su fecha de emisión. Se encuentren avalados por SGR autorizadas para funcionar por la SEPYME y/o por Fondos de Garantía de Carácter Público inscriptos ante el Banco Central de Reserva de Argentina, de acuerdo a la Resolución General N° 643/2015, modificada por Resolución General N° 665/2016.

Las PyMEs inician la negociación secundaria librando el pagaré (s) sin designación de beneficiario, posteriormente determina la modalidad de la emisión, a lo cual podrá optar por realizarla individualmente o constituyendo un programa global, depositándolo (s) a favor de un Mercado, depósito colectivo o de un agente de custodia, registro y pago debidamente autorizados por la CNV, indicando expresamente que el depósito se realiza “Para su negociación en Mercados registrados en CNV”, o caso contrario se deposita en una cuenta. Es así que procede a darse la puja entre quienes quieran comprar el instrumento surgiendo una tasa de interés la cual pagará la firma emisora. Como consecuencia de la negociación se registran los sucesivos adquirentes (las cuentas receptoras correspondientes), permitiendo la correcta individualización e identificación del documento, identificando al último adquirente como beneficiario. Cabe precisare que las entidades que custodien los pagarés no estarán obligadas a responder por algún incumplimiento sea por defectos formales, ni por la legitimación de los firmantes o la autenticidad de las firmas asentadas en los pagarés.

d.3. Largo plazo:

d.3.a. Acciones.

Pueden emitir acciones aquellas PyMEs que califiquen dentro de las disposiciones de la CNV, y que a su vez cumplan con los requisitos del régimen acciones PyME que cada mercado reglamenta respecto a su emisión y listado. Dicho régimen simplificado de oferta pública y cotización, fue creado a efectos de facilitar el acceso al financiamiento de las PyMEs, la cual consiste en vender parte de su compañía a través de acciones preexistentes o ampliando el capital social sin asumir ningún tipo de deuda, incorporando socios que de acuerdo a la Resolución General N° 579/2010 de la CNV son los inversores calificados.

Las PyMEs que emiten acciones gozan de las siguientes ventajas:

- Adquieren un financiamiento a una tasa 0%, ya que no asumen deuda, sin embargo incorporan socios.
- Permite a la pyme encarar negocios que sin la incorporación de socios-inversores no podría.
- Aporta una valoración objetiva de la empresa y facilita la resolución de situaciones familiares.
- Otorga seriedad y transparencia.
- Permite dar a conocer a la empresa en el mercado utilizando esta herramienta como un nuevo medio de publicidad.

d.3.b. Fondos comunes de inversión.

Los FCI cuyo objeto especial de inversión lo constituyan instrumentos destinados al financiamiento de PYMES se regirán por un régimen especial que se desarrolla de manera complementaria por las disposiciones aplicables en general para los FCI abiertos contenidas en las normas (N.T. 2013 y mod.). En toda la documentación relativa al Fondo deberá constar la mención “Fondo Común de Inversión Abierto PyMEs” junto con la respectiva identificación particular.

A la fecha de la realización de la investigación, el 75% del patrimonio del FCI conformado deberá invertirse en valores negociables emitidos por PYMES y/o valores negociables emitidos por otras entidades cuya emisión tenga como objetivo o finalidad el financiamiento de PYMES.

Es importante resaltar que se regula de manera específica el régimen especial para la constitución de FCI abiertos para financiar Proyectos Productivos de Economías Regionales e Infraestructura que se registrarán por un régimen especial pero complementariamente se ajusta a las disposiciones aplicables al régimen general de los FCI abiertos. Tienen como obligación invertir el 45% en valores negociables y CPD, pagarés y letras de cambio, emitidos con la finalidad de financiar en forma directa proyectos productivos de economías regionales e infraestructura, mientras que el 30% restante podrá completarse mediante inversiones en otros valores negociables y CPD, cuya emisión se relacione con la finalidad de financiamiento que detenta este régimen especial.

Se encuentran sujetas al régimen informativo periódico detallado de la composición de la cartera del último día hábil de cada semana, su valuación y los cálculos de determinación diaria del valor de cada cuotaparte, debiendo remitir dentro de los 3 días hábiles de finalizada cada semana a la CNV.

e. Rol de las Sociedades de Garantías Recíprocas.

Se puede definir a las SGR como aquellas sociedades comerciales, creadas para otorgar garantías líquidas a sus socios partícipes (PyMEs), con el objeto de mejorar sus condiciones de acceso al crédito, es decir, los respaldan al momento de afrontar compromisos u obligaciones, a través del otorgamiento de avales. Este sistema de garantía recíproca regulado tiene alcance nacional.

Las SGR se encuentran agrupadas en la Cámara Argentina de Sociedades y Fondos de Garantías www.casfog.com.ar, quien asume la representación institucional de los asociados ante los organismos internacionales, nacionales, provinciales y municipales. De acuerdo a la normativa vigente, para su funcionamiento debe contar como mínimo de 120 asociados, identificándose los siguientes tipos de socios:

- Socios Partícipes: Los socios partícipes pueden ser MIPyME sean personas físicas o jurídicas, nacionales o extranjeras, públicas o privadas. Los que no deben ser

controlantes, controladas ni estar vinculadas a empresas o grupos económicos que excedan la calificación de MIPyME. Son aquellos que aportan capital a la SGR, y tienen como mínimo el 50% de los votos en asamblea, siendo respetadas su opinión en las decisiones sociales.

Las PyMEs al ser socios partícipes se beneficia con la disminución de todos aquellos requerimientos de garantías de crédito que requiere para obtener financiamiento sea bancario o en el mercado de capitales, generando una mejora en el desempeño de las PyMEs

- Socios Protectores: Pueden ser personas físicas o jurídicas, públicas o privadas, nacionales o extranjeras, que realicen aportes al capital social y a la vez al Fondo de Riesgo de las SGR, de es amenera respaldan los avales otorgados por la SGR a sus socios partícipes. Como máximo conforman el 50% del capital social de la SGR. Pueden ser socios protectores los gobiernos provinciales o municipales en la medida que lo permita su ordenamiento jurídico.

Ser un socio protector otorga el beneficio de deducción impositiva a las contribuciones del fondo de riesgo, para ello la PyME deben mantener los aportes al fondo de riesgo por un mínimo de 2 años. Ergo, ser socio protector representa una gran oportunidad de inversión, puesto que mejora en el desempeño de PyMEs vinculadas.

e.1. Actividades.

Las SGR desarrollan una serie de actividades, principalmente brindar a sus socios asesoramiento técnico, económico y financiero en forma directa o a través de terceros contratados a tal fin. Así como brindar a un sistema de aval que permite que las PyMEs accedan a mejores oportunidades en cuanto a plazo, tasa y condiciones de crédito financiero y comercial. En ningún caso este sistema de aval representa un préstamo de dinero, ya que para obtener el aval para un crédito la PyME deberá presentar ante la SGR la documentación requerida y posteriormente suscribe acciones de la SGR para ser socio partícipe. Una vez asociados pueden presentar proyectos, los que serán analizados y evaluados en conjunto con los tres últimos balances, su composición accionaria, bienes, deudas, las referencias comerciales (en el caso de las empresas jóvenes) de acuerdo con el tiempo de su existencia, el plan de negocios, la memoria descriptiva, el listado de clientes,

etcétera. Finalmente la PyME constituye las garantías requeridas para que se emita el aval. A continuación se describe brevemente las clases de avales:

- Avales financieros: La SGR emite estos avales con el objetivo de garantizar el cumplimiento del pago de un crédito otorgado a un socio partícipe ante: entidades bancarias, entidades no bancarias, mercado de capitales (CPD Avalados, ON, FF, Etcétera.).
- Avales técnicos: Emitidos por la SGR para sostener el cumplimiento de contratos suscritos por sus socios partícipes, que generalmente garantiza el cumplimiento de una obligación de hacer de carácter técnico o profesional.
- Avala les mercantiles: Avales emitidos por la SGR a favor de un tercero que garantizan el cumplimiento de un pago nacido de una transacción comercial u otros permitidos por ley mediante la celebración de contratos de garantía recíproca.

Es preciso indicar que a través de un aval otorgado por una SGR, el acreedor que usualmente es un banco o un inversor, en caso de incumplimiento por parte de la PyME, puede hacer el reclamo de su acreencia a la SGR, ya que el fondo de riesgo respalda dichas emisiones a razón de 4 a 1 en el mejor escenario, brindando de esa manera una mayor seguridad.

e.2. Fondo de riesgo.

Constituir un fondo de riesgo es obligación de las SGR, la cual estará constituido por: Las asignaciones de los resultados de la sociedad aprobados por la Asamblea General, las donaciones, subvenciones u otras aportaciones que recibiere, así como, los recuperos de las sumas que hubiese pagado la sociedad en el cumplimiento del contrato de garantía asumido a favor de sus socios, sumado todo el valor de las acciones no reembolsadas a los socios excluidos, el rendimiento financiero que provenga de la inversión del propio fondo en las colocaciones en que fuera constituido, y el aporte de los socios protectores. Que en su totalidad integrará el patrimonio de la SGR.

e.3. Marco Normativa.

- Ley N° 24.467 de regulación de las PyMEs.

- Ley N° 25.300 de Fomento para la Micro, Pequeña y Mediana, y sus modificaciones.
- Ley N° 19.550 de Sociedades.
- Decreto N° 1076/01.
- SEPyme: Resolución N° 24/01, Resolución N° 16/2010 norma complementaria de la Disposición SsPyMEyDR N° 128/2010, Resolución SPMEDR N° 212/13 y Resolución SePyME N° 50/2013, entre otras.

f. Obstáculos y ventajas de las PyMEs en el Mercado de Capitales.

Obstáculos
<ul style="list-style-type: none">- Al tener concentrado en una sola persona o en una familia la propiedad y la gestión, hace poco efectivo el manejo comercial, financiero y técnico del negocio.- Por ser empresas en crecimiento dentro del mercado, las crisis propias de toda empresa por decisión propia, no aspiran a convertirse en grandes empresas, ya que se sienten cómodas en el nivel de actividad en que operan.- Son altamente dependientes de proveedores locales, traducándose en mayores costos y menor calidad de sus productos. Llegando a ser afectados en caso que el proveedor sufra crisis de índole económica o financiera al ser su cliente, ello a causa de poseer un menor poder de negociación.- Sufren la imposición del poder de negociación de las grandes empresas por ser únicos clientes- El acceso a los conocimientos y la información para reducir la incertidumbre, es mucho más difícil y costoso para las PyMEs que para las grandes empresas. Por ello, la mayoría de las PyMEs se muestran reticentes en recurrir a los servicios y los regímenes de ayuda, asistencia técnica o asesoría existentes. Están menos abiertas a la cooperación.- La lucha constante contra la informalidad por parte de las PyMEs, quienes muchas veces prefieren ahorrar costos de formalización empresarial y mantenerse inmersos en la informalidad. Convirtiéndose este estado en un obstáculo para incorporarse y verse beneficiado con todo lo que ofrece el mercado de capitales. <p>Ergo, existen grandes problemas que se deben vencer como la cultura del pequeño empresario que puede ser considerada como un prejuicio que así mismo se aplican manteniendo el miedo a enfrentarse a un mundo nuevo lleno de nuevos retos y oportunidades, ello sumado a la falta de formación profesional, la ausencia de una visión de negocios, carece de pericia administrativa y conocimiento logístico.</p>

Ventajas

El trámite de ingreso a la oferta pública bajo el **Régimen PYME CNV**, tiene las siguientes características exclusivas y diferenciales respecto del Régimen General de oferta pública:

- Las PyMEs disfrutan un tratamiento prioritario por parte de la CNV, acorde al Decreto N° 1087/93.
- Acceso digital exclusivo para PYMES CNV para el envío de la documentación requerida por la CNV.
- Las PyMEs cuentan con una Guía de toda la documentación deberá presentar para iniciar el trámite de inscripción en el régimen PYME CNV.
- Cuenta con un trámite simplificado de acceso a la oferta pública. **Tan solo cumpliendo con enviar el formulario digital simplificado**, denominado “Solicitud de Registro en el Régimen PYME CNV e ingreso a la oferta publica”, ubicado en el portal institucional de la CNV.
- Las PyMEs para realizar emisiones de los valores negociables basta con presentar un Prospecto simplificado.
- Cumplen con una menor carga de reporte informativo periódico frente a la CNV.
- Las PyMEs no se ve obligado de constituir el Comité de Auditoría, el órgano colegiado de fiscalización para empresas con capital social inicial inferior a los \$ 10 millones. Todo ello para realizar emisiones de valores negociables.
- Las PyMEs se encuentran exentas del arancel de autorización y de la tasa de fiscalización.
- Disfrutan de libre acceso a los servicios que brinda la Oficina de Asistencia PYME CNV.
- Se ven beneficiados del acceso al Fondo Asistir.

I. D. POLÍTICAS PÚBLICAS Y SU PROCESO DE EVALUACIÓN.

a. Generalidades.

El motivo por el cual se estudia las políticas públicas y su proceso de evaluación desde una perspectiva meramente teórica en este capítulo, es para tener sustento y base al momento de realizar en el capítulo siguiente la evaluación de las Políticas Públicas PyMEs desarrolladas en el Mercado de Capitales Argentino durante el periodo 2010-2015, teniendo claro los conceptos y puntos desarrollados a continuación.

b. Políticas Públicas.

Como antecedente importante, se puede indicar que el desarrollo y “la expansión de las políticas públicas está asociada en el siglo XX al crecimiento del denominado Estado de Bienestar, cuando comienza a extenderse la actividad del Estado a áreas donde su competencia es escasa o nula”, como lo indica Minnicelli²⁵.

Concordando con lo señalado por Graglia²⁶ el Estado al tiene a su cargo el desarrollo e implementación de las políticas públicas (programas y medidas tomadas como sinónimos a efectos académicos), y por ende es responsable principal de su posterior evaluación, pero no de forma exclusiva ni excluyente, puesto que la sociedad al ser la primera destinataria debe participar necesariamente en el proceso de las políticas públicas.

En líneas generales para el control de políticas públicas debemos partir considerando algunas condiciones generales como: identificación de la estructura del gobierno (si es presidencial o parlamentaria: en el caso Argentino es presidencial) y a la estructura del Estado (si es unitario, regional o federal: en el caso Argentino es federal).

Por todo lo indicado, salta a la vista la importancia de identificar o establecer el ciclo de acción de las políticas públicas, ya que nos permitirá observar su proceso y así realizar una evaluación de la misma.

²⁵ Minnicelli, Alessandra, “*Principios Generales y Políticas Públicas*”, 1ª ed., La Ley, Buenos Aires, 2013, p. 14.

²⁶ Cfr. Graglia, José Emilio, “*En la búsqueda del bien común: manual de políticas públicas*”, 1ª edición, Konrad Adenauer Stiftung, Buenos Aires, 2012, p. 20.

b.1. Definición.

Diversos autores han realizado la definición de política pública refiriéndose claramente a la acción pública. A continuación se hace mención a aquellas definiciones que ayudan a comprender de una manera un tanto práctica.

Para Velásquez²⁷ las políticas públicas son “un proceso integrador de decisiones, acciones, inacciones, acuerdos e instrumentos, adelantado por autoridades públicas con la participación eventual de los particulares, y encaminado a solucionar o prevenir una situación definida como problemática.”

Por otro lado, el profesor Roth²⁸ hace hincapié en su definición que la política pública tiene como fin orientar el comportamiento de los actores; es "un conjunto conformado por uno o varios objetivos considerados necesarios o deseables y por medios y acciones que son tratados, por lo menos parcialmente, por una institución u organización gubernamental con el fin de orientar el comportamiento de actores individuales o colectivos para modificar una situación percibida como insatisfactoria o problemática."

finalmente, Aguilar²⁹ citado por Mariñez y Garza define determinando las mayores características que permiten identificar una política pública, señalado que “es: a) Un conjunto (secuencia, sistema, ciclo) de acciones, estructuradas en modo intencional y causal, que se orientan a realizar objetivos considerados de valor para la sociedad o a resolver problemas cuya solución es considerada de interés o beneficio público; b) Acciones cuya intencionalidad y causalidad han sido definidas por la interlocución que ha tenido lugar entre el gobierno y los sectores de la ciudadanía; c) Acciones que han sido decididas por autoridades públicas legítimas; d) Acciones que son ejecutadas por actores gubernamentales o por éstos en asociación con actores sociales (económicos, civiles), y e) Que dan origen o forman un patrón de comportamiento del gobierno y la sociedad.”

En la mayoría de los autores citados, en sus definiciones destaca cuatro elementos: gobierno, problemas, objetivos y proceso. Partiendo de las definiciones citadas,

²⁷ Velásquez, Raúl, “Hacia una nueva definición del concepto "política pública"”, *Revista Desafíos*, Bogotá, Colombia, 2009, pp. 149-187.

²⁸ Roth Deubel, André-Noel, “*Políticas Públicas: formulación, implementación y evaluación*”, Ediciones Aurora, Bogotá, 2003, p. 27.

²⁹ Mariñez, Freddy y Garza, Vidal, “*Política pública y democracia en América Latina del análisis a la implementación*”. Porrúa, México, 2009, p. 14.

me permito arribar a una definición la cual en algunos extremos comparto con la definición establecida por Larrue autor de la Guía publicada por el Ministerio de Políticas Territorial y Administración Pública de Gobierno de España³⁰: las políticas públicas son una concatenación de actividades, decisiones o de medidas coherentes, elaboradas y desarrolladas por actores del sistema político y administrativo de un país, con la finalidad de resolver un problema que afecta gravemente a la colectividad. Dando lugar a actos formalizados, de naturaleza más o menos coercitiva, que tienen como objetivo modificar el problema identificado.

b.2. Clasificación.

A través de los años ha sido diversa la clasificación de las políticas públicas, variando criterios de autor a autor. Es preciso tomar en cuenta, que si bien para efectos metodológicos resulta conveniente establecer una clasificación, en la realidad práctica no todas las políticas públicas es posible categorizarlas dentro de una sola, debido a su transversalidad, siendo este el principal motivo por el cual se debe conocer las clasificaciones más importantes.

b.2.a. Enfoque politológico.

Tomamos como punto de partida la clasificación desarrollada por Theodore Lowi (1972) en su obra “Four Systems of Policy, Politics, and Choice”, donde señala por un lado que la coerción aplicada por las políticas en el sujeto puede ser: de manera directa o coactivamente (un policía impone una multa al infractor). Y, de manera indirecta y suave (un policía de tráfico aconseja al infractor). Por otro lado, señala que la coerción puede alcanzar al sujeto en su comportamiento limitando su autonomía (un incremento en el impuesto sobre la renta), o ejercer presión sobre su entorno (un recorte en el gasto público del Estado).

b.2.a. a) Reglamentarias, regulativas o Regulatorias.

Enfoque basado en las decisiones de los sujetos, al ser estas políticas públicas orientadas principalmente a lograr la realización de conductas deseadas o la no realización de conductas indeseadas. Como es el caso de las políticas de tránsito terrestre, salud

³⁰ Cfr. Ministerio de Políticas Territorial y Administración Pública de Gobierno de España, “Fundamentos de Evaluación de Políticas Públicas”, *Guía*, 1ª edición, 2010, Madrid, p. 49.

pública, competencia desleal, etcétera. Se distingue, que la acción pública consiste en dictar normas autoritarias que afectan al comportamiento del sujeto, significando la aplicación de la coerción directa e inmediata (coerción es máxima), es decir, el Estado obliga o prohíbe, limitando las libertades individuales de los afectados.

b.2.a. b) Distributivas.

Son políticas públicas destinadas a prestar bienes o servicios a los ciudadanos en los diferentes sectores como salud y educación. Se percibe, que la acción pública consiste en que el poder público concede una autorización a casos particulares específicamente designados. La coerción es indirecta, lejana, y se ejerce directamente sobre el comportamiento de los afectados, en consecuencia, el sujeto se siente beneficiario de una acción pública que le concede un favor o privilegio, como un permiso para edificar.

b.2.a. c) Redistributivas.

Consideradas como las políticas públicas que recaudan recursos de algunas personas para entregar a otros de manera particular, por su condición de pobreza o vulnerabilidad. Tales como los programas sociales, fiscal, seguridad social. La acción pública consiste en que el poder público dicta criterios que dan acceso a ventajas, pero no se otorga a casos concretos o a sujetos designados especialmente, sino a clases de casos o de sujetos. La coerción es directa, inmediata, y se ejerce sobre el entorno.

b.2.a. d) Constitutivas o institucionales.

Son políticas públicas que tiene como objeto modificar la organización del Estado, no es otra cosa que las reformas constitucionales o institucionales. Como por ejemplo políticas de la descentralización y la creación del Ministerio de Ambiente. Se observa, que la acción pública define las reglas sobre las normas o acerca del poder. La coerción es indirecta, lejana, y se ejerce sobre el entorno del comportamiento de los afectados.

b.2.b. Por su naturaleza.

Clasificación desarrollada por Parodi³¹:

³¹ Cfr. Parodi, Carlos, “Perú 1960-2000. Políticas económicas y sociales en entornos cambiantes”, *Revista del Centro de Investigaciones de la Universidad del Pacífico*, Lima, 2003, p. 24.

b.2.b. a) Políticas sociales.

Son políticas públicas destinadas principalmente a aliviar la pobreza y/o necesidades básicas de los ciudadanos. Medidas como la de salud, educación.

b.2.b. b) Políticas económicas.

Son aquellas políticas públicas que buscan contrarrestar las situaciones complicadas que rondan el área de la hacienda pública y las finanzas del Estado. Medidas como las monetarias o cambiarias.

b.2.b. c) Políticas de gestión pública.

Las políticas públicas a las que se refieren a procesos decisionales orientados a resolver los problemas de organización y operación de la Administración Pública. Tales como la planificación del gasto y gestión financiera.

b.2.c. Por el marco normativo.

Clasificación desarrollada por Parodi³²:

b.2.c. a) Por su proyección temporal.

b.2.c. a) i. Políticas de Estado.

Son políticas que tiene como finalidad guiar la labor del Estado, es decir, trasciende varios gobiernos (va más allá del gobierno de turno), como por ejemplo las políticas de comercio exterior.

b.2.c. a) ii. Políticas de Gobierno.

Son aquellas que obedecen a un plan y a la ideología del partido de gobierno de turno. Así, por ejemplo, para un Gobierno, el aumento de la recaudación puede convertirse en una política pública, mientras que para otro, esta debe ser controlada o reducida.

b.2.c. b) Por su nivel de coordinación.

b.2.c. b) i. Políticas sectoriales.

Son políticas que se atribuyen específicamente a una cartera (ministerio) afectando a su ámbito particular, es decir, afecta a una actividad económica y social específica sea pública o privada.

³² Idem, p. 25.

b.2.c. b) ii. Políticas multisectoriales.

Políticas públicas que son influidas por varios sectores (ministerios), cada uno en su ámbito de aplicación.

b.2.c. b) iii. Políticas transectoriales.

Políticas adoptadas cuando se encuentran transversalmente en los diferentes sectores del gobierno, por ejemplo la política ambiental o de la política de equidad de género.

b.2.c. c) Por el nivel de gobierno.

b.2.c. c) i. Políticas nacionales.

Son las que tienen eficacia a nivel nacional, conformando de esa manera la política general de gobierno. Como las políticas de defensa.

b.2.c. c) ii. Políticas regionales.

Son políticas aplicables al espacio de la jurisdicción de una región en específico, tales como las políticas de la minería artesanal.

b.2.c. c) iii. Políticas locales.

Son las políticas que corresponden emitir y aplicar a nivel municipal, como es el caso de las políticas de gestión de residuos sólidos.

b.3. Áreas de incumbencia.

Sobre las principales áreas que las políticas públicas deben atender, concuerdo con el postulado por Minnicelli³³, no necesariamente en el orden establecido:

- “El desarrollo social.
- La economía, la infraestructura y la expansión de las vías generales de comunicación, de las telecomunicaciones, del desarrollo social, de la salud y de la seguridad pública, entre otras.

³³ Minnicelli, Alessandra, op. cit., p. 40.

- Los presupuestos anuales de los Estados y las administraciones autonómicas y municipales. (En países federales como la Argentina, los presupuestos son Nacionales, Provinciales y Municipales).
- La administración pública o sistema burocrático y sus definiciones estrategias o planificaciones.
- Los tratados internacionales y las declaraciones de principios de los estados individuales o unidos en agrupaciones internacionales o regionales: Naciones Unidas, Unión Europea, MERCOSUR, etc.”

Dada esta descripción, al ser Argentina un Estado de Derecho Constitucional resulta inexcusable que las políticas públicas dejen de atender las áreas mencionadas.

b.4. Etapas de desarrollo o proceso de las políticas públicas.

Siguiendo con el estudio de las políticas públicas se distinguen etapas, que varían drásticamente entre autores. Y que muchos de ellos se encuentran anunciados en el libro de Parsons³⁴, considerando como la compilación de una amplia variedad de modelos y etapas para la adecuada elaboración y posterior análisis de las políticas públicas, primando entre todas ellas, el modelo quíntuple, derivado principalmente de la propuesta de Jones (1970) desarrollada en su obra “An introduction to the Study of Public Policy”, que se esquematiza en el siguiente cuadro Gráfico N° 11.

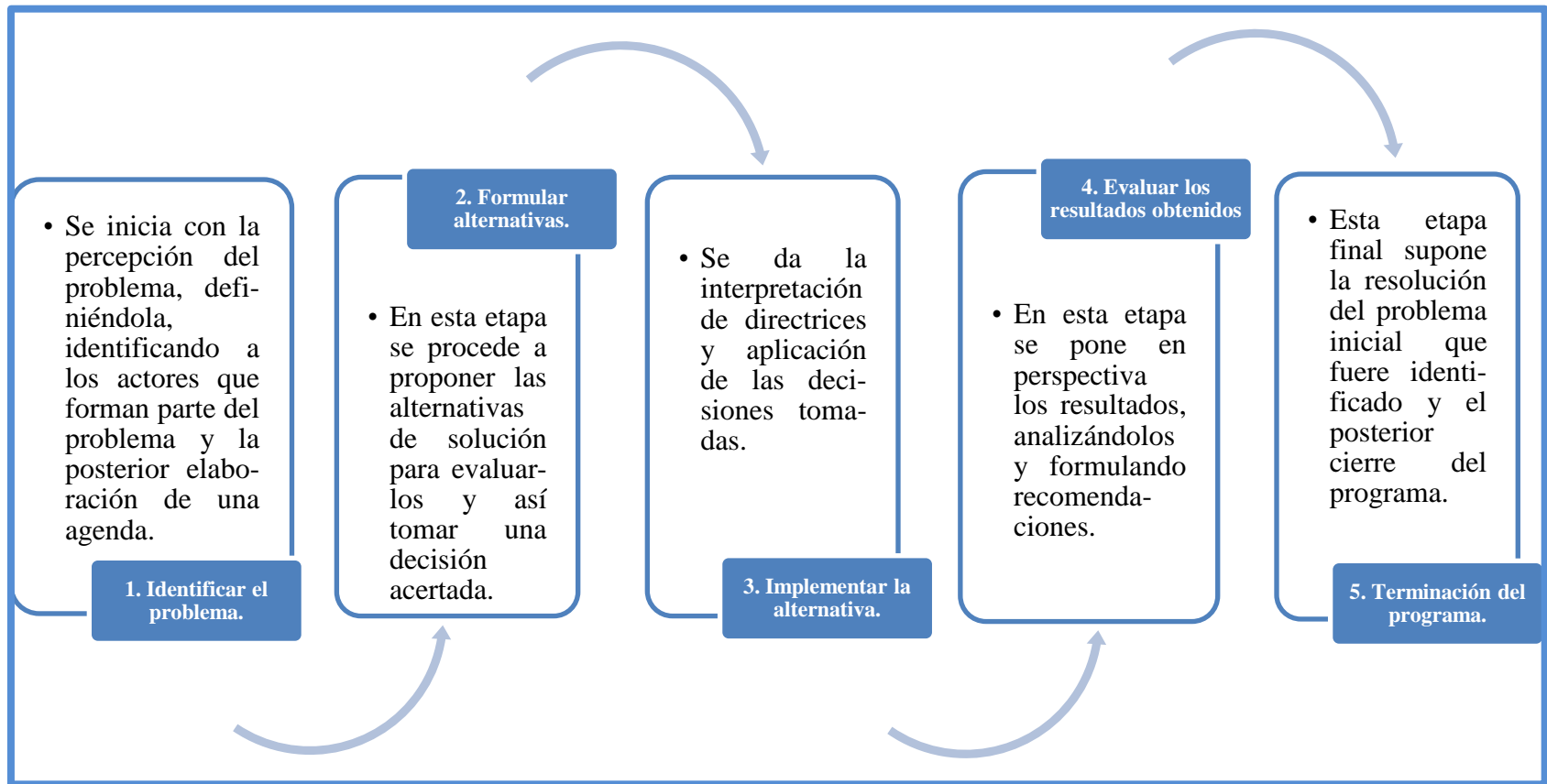
Sin embargo, concuerdo con lo señalado por Tamayo citado por Bañón y Carrillo³⁵, que dice: “No todas las políticas públicas de un gobierno siguen este proceso en todas sus fases, e incluso con frecuencia algunas políticas alteran el orden del proceso”.

En conclusión, determinar las etapas tiene como intención trazar lineamientos para así lograr que se cumpla los objetivos de cada una de las políticas públicas desarrolladas. Pero si bien es cierto, no es de cumplimiento obligatorio el esquema, ciclo o proceso de las políticas públicas, pero nos permite tener noción de que camino debemos seguir al diseñar una política pública, ello por tener un gran efecto sobre la colectividad.

³⁴ Parson, Wayne, “*Políticas públicas: una introducción a la teoría y práctica del análisis de políticas públicas*”, Ed. Flacso-México y Miño y Dávila -Buenos Aires, Argentina, (2007), pp. 112-113.

³⁵ Bañón, Rafael y Carrillo, Ernesto, “*La nueva administración pública*”, Alianza, Madrid, 1997, p. 3.

Gráfico N° 11: Proceso de construcción de políticas pública: Modelo quintuple.



Fuente: Elaboración propia.

b.5. Características de una buena política pública.

Las políticas públicas deben contar con determinadas características para llegar a ser consideradas buenas, reflejado en el cumplimiento de su (s) objetivo (s), debiendo tener en consideración los instrumentos y precauciones necesarios.

Concuerdo con la postura desarrollada por Lahera, autor de la Guía publicada por el Ministerio de Políticas Territorial y Administración Pública de Gobierno de España³⁶, quien señala por un lado:

- Una política pública de excelencia es aquella que están relacionados con un objetivo político definido en forma democrática, y estos son desarrollados por el sector público y frecuentemente con la participación de la comunidad y el sector privado.
- Una política pública de calidad incluirá en si misma orientaciones o contenidos, instrumentos o mecanismos, definiciones o modificaciones institucionales, así como la previsión de sus resultados.

Postura que toma mayor fuerza al complementarla con lo señalado en la Imagen N° 4.

Imagen N° 4: Características de una política pública de excelencia.

- 1 Fundamentación amplia y no sólo específica (¿cuál es la idea?, ¿a dónde vamos?)
- 2 Estimación de costos y de alternativas de financiamiento
- 3 Factores para una evaluación de costo-beneficio social
- 4 Beneficio social marginal comparado con el de otras políticas (¿qué es prioritario?)
- 5 Consistencia interna y agregada (¿a qué se agrega?, o ¿qué inicia?)
- 6 De apoyos y críticas probables (políticas, corporativas, académicas)
- 7 Oportunidad política
- 8 Lugar en la secuencia de medidas pertinentes (¿qué es primero?, ¿qué condiciona qué?)
- 9 Claridad de objetivos
- 10 Funcionalidad de los instrumentos
- 11 Indicadores (costo unitario, economía, eficacia, eficiencia)

Fuente: Center for International Private Enterprise-CIPE (1996):
Directory of Public Policy in Emerging Markets, Washington.

³⁶ Cfr. Comisión Económica para América Latina y el Caribe- CEPAL de las Naciones Unidas, *SERIE Políticas sociales N° 95: "Política y políticas públicas"* (El estudio forma parte del proyecto "Política y políticas públicas en los procesos de reforma en América Latina. "Similitudes y diversidades" (Proyecto FRA/02/073) que la CEPAL lleva a cabo con el apoyo del Gobierno de Francia - Aprobado por la división de desarrollo social), Santiago de Chile, 2004, p. 8.

Por otro lado, se puede concluir que una buena política pública tiene como objetivo principal la búsqueda del bien común, coincidiendo de esta manera con las palabras de Antonietti citado por Graglia³⁷ quien sugiere que: la búsqueda del bien común es la búsqueda del desarrollo integral. En otras palabras, diseñar y gestionar políticas públicas a los fines del bien común, es decir, deben buscar la promoción y defensa de los más débiles y desprotegidos de la colectividad.

c. Análisis de políticas públicas.

La labor de análisis, evaluación o estudio de las políticas públicas (para el presente trabajo por cuestiones prácticas los tomados como sinónimos) no es una labor nueva, puesto que áreas ajenas a la ciencia política se interesaron mucho tiempo atrás y analizaron en diferentes trabajos la acción pública. Sin embargo, existen aún trabas con las cuales se lucha para desarrollar un análisis de políticas, principalmente el poco interés de la administración pública.

Esta labor, supone describir, interpretar y criticar los programas y planes existentes o preexistentes, elaborando estudios de determinación. De la misma manera, para estimar sus efectos sobre la satisfacción de las necesidades y la resolución de los problemas, se elabora estudios de impacto. Dichos estudios se pueden realizarse en cualquier momento del proceso de las políticas públicas señaladas en el Gráfico N° 11) o durante o en la transición de un Gobierno/gestión administrativa, aplicando métodos de recopilando y análisis de información persiguiendo de esa manera la comprensión integral de los impactos y resultados de las políticas públicas. Por ello, la evaluación no puede ser considerada como un simple instrumento de análisis técnico, ya que sus resultados podrán ser utilizados como estrategia política justificado el actuar al momento de rendir cuentas, o usados por los gerentes/decisores de la administración pública para tomar decisiones, o por en el ámbito académico ligada estrechamente a la investigación social aplicada. Como ejemplo es la presente investigación.

En el caso Argentino, la necesidad desarrollar evaluaciones es particularmente clara, al observar un aumento del volumen de programas y políticas que se gestionaron y gestionan intergubernamentalmente en todas las carteras, reflejando que la gestión conjunta de políticas implementadas por parte de organizaciones de los distintos niveles de

³⁷ Cfr. Graglia, José Emilio, op. cit., p. 43.

gobierno requieren del control y posterior publicación de los resultados. Ergo, elaborar un análisis de las políticas públicas, es elemental, puesto que se ve motivado por descubrir si están dirigidos a alcanzar el bien común de la colectividad, y si fuere el caso que no cumplieran sus objetivos, no debieran llamarse políticas públicas, como afirma Graglia³⁸.

c.1. Definición.

De todos los autores que abordan el tema, a continuación se cita a aquellos que facilitan la comprensión de la labor de evaluación de políticas públicas de forma práctica.

Weiss citado en la Guía del Ministerio de Políticas Territorial y Administración Pública de Gobierno de España³⁹ por otro lado, define que, “evaluar es comparar los efectos de un programa con las metas que se propuso alcanzar a fin de contribuir a la toma de decisiones subsiguientes acerca del mismo y para mejorar así la programación futura”.

Valadez y Mamberger citado en la Guía del Ministerio de Políticas Territorial y Administración Pública de Gobierno de España⁴⁰ advierte en el Manual del Instituto de Desarrollo Económico Banco Mundial desde una perspectiva más amplia que “la evaluación es una actividad general externa y/o interna que analiza las relaciones de los procesos y recursos con los resultados e impactos”.

Rossi y Freeman citados en la Guía del Instituto de Desarrollo Regional⁴¹ la denominan evaluación global (“comprehensive evaluation”) definiéndola como “la aplicación sistemática de los procedimientos de la investigación social para valorar la conceptualización y el diseño, la ejecución y la utilidad de los programas de intervención social”.

De las definiciones desarrolladas se logra distinguir, que entre ellas algunas se limitan exclusivamente a la evaluación a la medida de la intervención de los resultados y excluyen la dimensión de juicio valorativo, postura que no comparto, y en palabras de

³⁸ Cfr. Graglia, José Emilio, op. cit., p. 40.

³⁹ Ministerio de Políticas Territorial y Administración Pública de Gobierno de España, op. cit., p. 74.

⁴⁰ *Ibíd.*

⁴¹ Fundación Universitaria Instituto de Desarrollo Regional, *Guía para la evaluación de políticas públicas (recopilación sistematizada de diversos modelos de evaluación - aprobado por la Dirección del Instituto de Desarrollo Regional)*, Sevilla, 2000, p. 4.

Subirats⁴² “(...) aunque se busque que sea objetivo, implica el adoptar una posición particular”, reflejando lo importante de la discrecionalidad del evaluador al momento de cumplir con su labor.

c.2. Criterios de evaluación de políticas públicas.

Al evaluar una política pública se debe tener en cuenta varios factores, tomándolos como principios o criterios de evaluación que contribuirán a determinar la relevancia o pertinencia de lo que se evalúa. Salazar⁴³ advierte los siguientes: “1) efectividad en el logro del valor final, siendo la capacidad de hacer concretado reales las metas programadas (logro de metas tangibles). 2) eficiencia para alcanzar ese logro, es decir la capacidad de transformar los recursos iniciales en resultados finales utilizando. 3) adecuación del objetivo logrado para la solución del problema público. 4) equidad en la distribución de los beneficios, integrando consideraciones distributivas. 5) los costos y la satisfacción real de los beneficiarios, pudiendo tomarlo como criterio de pertinencia o adecuación, refiriéndose a la capacidad de responder satisfactoriamente a las necesidades o demandas sociales.”

De la misma manera, se puede considerar como algunos criterios explícitos: la sostenibilidad de los resultados, el desarrollo institucional y la coherencia de las políticas.

c.3. Aspectos o Puntos de evaluación de políticas públicas.

La investigación busca aclarar desde que puntos se puede iniciar el proceso de evaluación, que de acuerdo con lo señalado por Tamayo⁴⁴, pueden ser los siguientes:

- Evaluar el aspecto externo a la administración pública, identificando los problemas, dimensiones, gravedad y a quienes afectaría.
- Evaluarse a los actores sociales críticos que se encuentran interesados en la política, viendo su implicancia y comportamiento.

⁴² Subirats, Joan. (1995). "Los instrumentos de las políticas, el debate público y el proceso de evaluación", en *Revista Gestión y Política Pública*, vol. IV, N°1, primer semestre, 1995. p.6.

⁴³ Cfr. Salazar Vargas, Carlos, “La evaluación y el análisis de políticas públicas”, *Revista Opera*, N° 9, 2009, p. 25.

⁴⁴ Cfr. Rafael Bañón y Ernesto Carrillo, op. cit., p. 3.

- Evaluar la relación entre las previsiones y los logros, viendo directamente los objetivos y metas logrados.
- Evaluar los medios e instrumentos utilizados para el desarrollo de una política, quiere decir los recursos humanos, financieros, organizativos y tecnológicos utilizados.

De la misma manera, se puede reflexionar sobre “la burocracia, la teoría de las organizaciones y los estudios sobre la gerencia pública”, como señala el profesor Muller⁴⁵.

Sobre estos puntos ya mencionados, muchos autores han constituido posturas y creado procesos de evaluación sobre orientaciones determinadas, que a continuación describo brevemente:

c.3.a. Evaluación de proceso.

Llamada evaluación formativa, que responde a una preocupación surgiendo las siguientes interrogantes: ¿Cómo se implementó la política?, ¿Por qué se implementó la política en aquella forma? obtenido información de forma progresiva sobre dicha política pública durante su desarrollo. Tiene como fin dar a conocer los resultados a sus responsables e introducir modificaciones programáticas que se vean oportunas. Se aplican complementariamente técnicas cualitativas y cuantitativas, sobre los actores involucrados y recabando las diferentes opiniones de los beneficiarios.

c.3.b. Evaluación centrada en los objetivos.

El modelo de este tipo de evaluación llamado clásico, racional y científica fue desarrollado por Ralph Tyler, quien lo aplicó en sus diversos análisis a políticas públicas educativas, presentó a través del tiempo limitaciones en su aplicación y en la utilización de sus resultados en la toma de decisiones. Es un tipo de evaluación relativamente lineal y sencilla que tiene como fundamento que las políticas públicas son diseñadas con el objeto de alcanzar objetivos específicos y su éxito puede ser determinado en función al avance en su cumplimiento. En un primer momento se identifica y ordena jerárquicamente las metas y objetivos de la política, posteriormente se elige un instrumento para medir los avances. Sin embargo su labor se convierte en ardua, al enfrenta al carácter general, abstracto y confuso de los objetivos de las políticas públicas.

⁴⁵ Minnicelli, Alessandra, op. cit., p. 8.

c.3.c. Evaluación de impacto.

Abdala⁴⁶ señala que “bajo la denominación de impacto se entiende el proceso evaluatorio orientado a medir los resultados de las intervenciones, en cantidad, calidad y extensión según las reglas preestablecidas”. Se puede precisar que la evaluación de impacto, abarca todos los efectos que se extiendan más allá de los objetivos planificados siempre que afecten a la población en general o a la política directamente. A diferencia de la evaluación de resultados que tiene como límite los objetivos trazados.

La evaluación arranca formulándose preguntas como: ¿Qué diferencia tuvo la política?, ¿Por qué la política generó el impacto, o no?, con el objeto de controlar por factores externos. Se emplea técnicas cuantitativas para probar si la política implementada se asocia a los resultados obtenidos.

c.3.d. Evaluación económica.

A menudo en las políticas públicas, el impacto se juzga en función de su coste, ya que puede ocurrir perfectamente que esté produciendo escasos resultados para los costes en que ha incurrido. El análisis resulta de resolver incógnitas como: ¿Los beneficios generados justificaron los costos incurridos?, ¿Cómo se generaron los costos y beneficios?, y recabando la información necesaria. Se debe tener presente que esta evaluación requiere una evaluación de impacto previa.

c.3.e. Evaluación basada en la teoría.

Mediante esta evaluación se busca comprender y probar en forma sistemática la relación causal entre la intervención y los impactos esperados, utilizando técnicas cualitativas y cuantitativas, siendo la más destacada Metaevaluación y conocida como “evaluación de las evaluaciones”, ya que analiza los resultados de varias evaluaciones anteriores, obteniendo información de manera sintética de las evaluaciones existentes de una determinada política, elaborando una evaluación en base a una perspectiva más general brindando más y mejor información que un nuevo estudio de características parecidas a los realizados anteriormente. En palabras de Hudson y McRoberts⁴⁷, “La Metaevaluación

⁴⁶ Cfr. Abdala, Ernesto, “Manual para la evaluación de impacto en programas de formación para jóvenes”, CINTERFOR, Montevideo, 2004, pp. 28-29.

⁴⁷ Ministerio de Políticas Territorial y Administración Pública de Gobierno de España, op. cit., p. 97.

consiste en repetir un estudio acabado, reanalizando los datos en que se basa o incorporando más datos sobre el mismo programa.”. Sin embargo, la labor se complica por las diferencias existentes de cada proyecto de manera individual sea por la metodología empleada, tipos de datos utilizados o las perspectivas desde la que se llevan a cabo.

Por otro lado, existe otra forma de hacer Metaevaluaciones al revisar de una manera más amplia el análisis abarcando un determinado periodo.

c.4. Métodos de investigación.

Para realizar una evaluación de políticas públicas se debe conocer los métodos de evaluación y elegir la más adecuada para aplicarla, a continuación brevemente describo las más conocidas:

c.4.a. Evaluación descriptiva.

La evaluación descriptiva va registrando los cambios (niveles de variación) de la política pública de manera concreta después de su aplicación (sin medir las causas de los efectos), y no analiza los objetivos de la política pública. Para ello, se aplica el razonamiento inductivo para comparar las realidades del antes y después de la política pública, usando técnicas como: Análisis estadístico, observación participante o directa, análisis de contenidos (informes).

c.4.b. Evaluación clínica.

Evaluación que busca medir la efectividad de las políticas públicas, analizando directamente los objetivos de la política pública, calificándolos mediante las normas que las determinaron. En la evaluación se aplicando un razonamiento deductivo, confrontando los objetivos con los resultados concretos, de esa manera se logra interpretar las fallas. Se usan generalmente tres técnicas: La encuesta estadística, la evaluación sumaria, y la evaluación formativa.

c.4.c. Evaluación naturalistas/ pluralista o participativa.

Método de evaluación apoyado en el modelo desarrollado por Stake y Gjerde, defensores de los métodos cualitativos, que ponen énfasis en la implicación de distintos

grupos de interés en la evaluación. Perspectiva que comparten con Wholey, Weiss y Crombach.

Muchos autores como Monnier, Suchman, Guba y Lincoln apoyan la pluralidad de sistemas de valores, aunque difieren en algunos aspectos sus enfoques metodológicos, ya que, consideran a la evaluación pluralista como una investigación aplicada puede proporcionar conclusiones objetivas e imparciales sobre la consecución de los objetivos de la política pública. De igual manera, los autores Rossi & Freeman pese a ser partidarios de las técnicas cuantitativas, recomiendan utilizar técnicas cualitativas y de esa manera poder presentar información de forma resumida y que permita su análisis.

En suma, la evaluación pluralista implica la participación activa de los agentes involucrados en una política, requiriendo el conocimiento sus objetivos, confrontando su experiencia con la teoría, puesto que la realidad no puede reducirse ni aislarse. Y al ser la realidad cambiante la evaluación pluralista tiene el criterio fundamental es la pertinencia. Revistiéndose el evaluador un rol más conciliador al prestar atención a cada agente e identificar sus puntos de acuerdos y consensos.

c.5. Tipos de análisis de políticas públicas.

En base a los estudios de autores como Dunn⁴⁸ basados bajo la perspectiva de la temporalidad, se establece la siguiente clasificación:

c.5.a. El análisis prospectivo.

Análisis en la cual la perspectiva temporal es un carácter distintivo, específicamente el estudio proyectando futuro, tiene como objetivo evaluar las posibilidades de éxito de la política pública, pretendiendo garantizar a priori que el programa o política, tal y como ha sido concebido, conseguirá los objetivos planificados. Este tipo de análisis es bastante útil para los tomadores de decisiones, sobre todo cuando se trata de plantear nuevas políticas.

⁴⁸ Cfr. Salazar Vargas, Carlos, p. 33.

c.5.b. El análisis retrospectivo.

Tipo de análisis donde la temporalidad es el pasado, es decir, mira hacia atrás, aplicando técnicas diversas para evaluar las intervenciones gubernamentales en desarrollo o ya desarrolladas. Se busca analizar los resultados viendo su desarrollo y así modificar, mejorar y replantear una política pública en lo pertinente si fuera necesario.

c.5.c. Análisis integrado.

En este tipo de análisis la temporalidad no es un factor tan importante, realizándose en cualquier etapa del ciclo de políticas y produciendo información continuamente sobre su marcha. Fue considerado por Dunn como el más complejo, ya que involucra técnicas utilizados en los dos análisis anteriores, aplicando los grupos focales o las entrevistas a informantes claves recomendados por García Pizarro⁴⁹, y en caso de ser difícil, imposible o improbable el contacto con los gobernantes o administradores públicos, sugiere Graglia y Specchia⁵⁰ utilizar el análisis de sus discursos. Es a raíz de ello, que se convierte la evaluación de políticas públicas en una labor operativa y funcional.

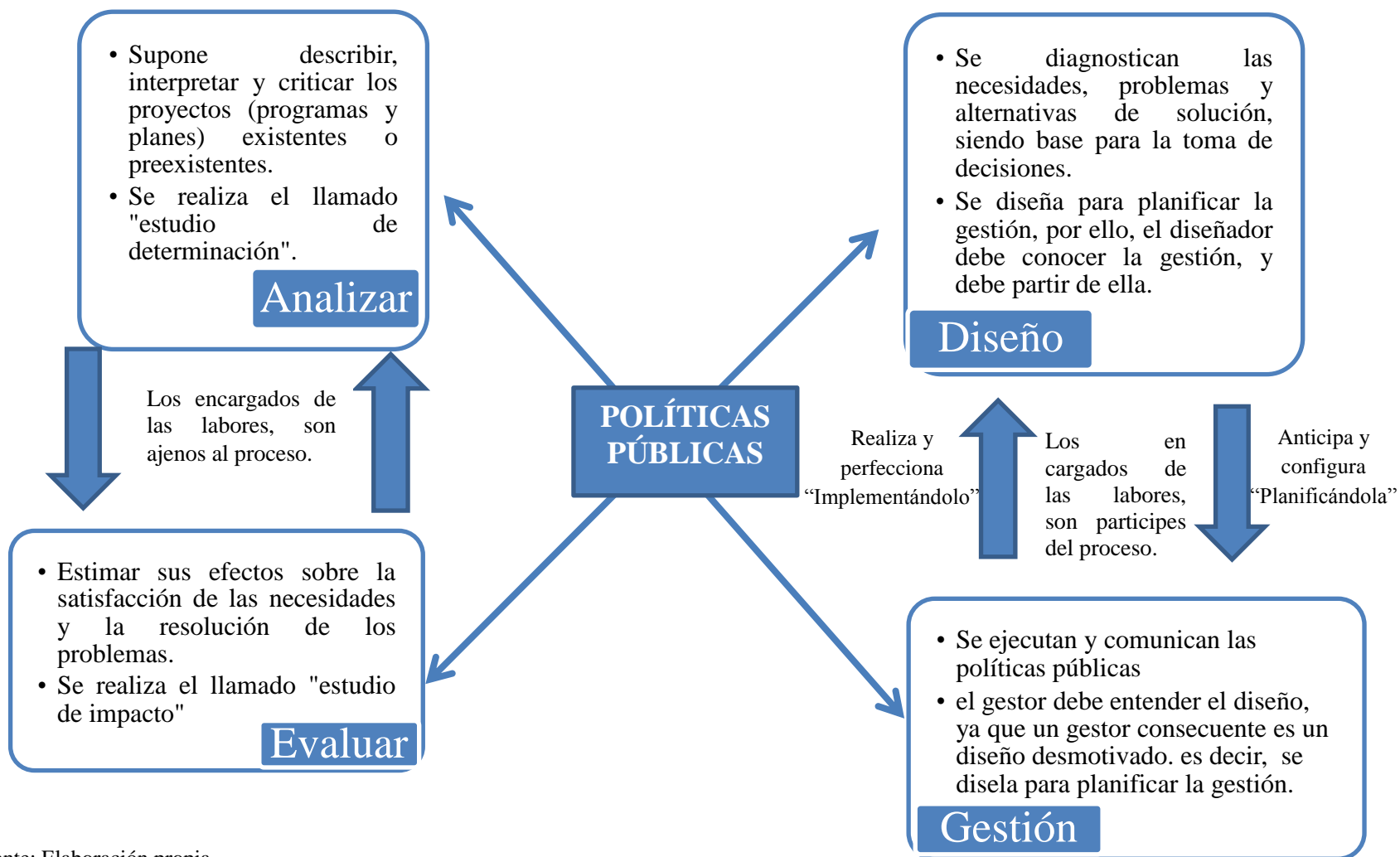
En conclusión, después de haber conocido más sobre la evaluación de políticas públicas, se tiene claro que dirección tomará en el siguiente capítulo, ya que se evaluará las políticas públicas PyMEs del mercado de capitales argentino durante el periodo 2010-2015. Será un análisis retrospectivo, aplicando la metaevaluación abarcando los objetivos y el impacto, a través del método naturalistas/ pluralista o participativa, ya que concretamente se busca identificar si la participación de las PyMEs incrementó dentro del Mercado de Capitales Argentino. Y de esa manera, alcanzar resultados que contribuyan a mejorar y modificarlas en lo pertinente, o si fuera el caso crear una política pública.

En otras palabras, existe una relación entre Analizar-Evaluar y Diseñar-Gestionar como se observa en el Gráfico N° 12, tomando como punto de partida que se debe analizar y evaluar antes de diseñar las nuevas políticas a gestionar, por ende, no se debe diseñar ni gestionar sin analizar y evaluar previamente lo existente. Por tanto, el diseño alimenta a la gestión y la gestión retroalimenta al diseño.

⁴⁹ Cfr. García Pizarro, María, “*La planificación estratégica y el arte del buen gobierno*”, UIM, Granada, 2007, pp. 81-82 y 94-95.

⁵⁰ Graglia, José Emilio y Specchia, Nelson Gustavo, “*Camino al Bicentenario. Los programas presidenciales en 25 años de democracia argentina*”, EDUCC, Buenos Aires, 1ª ed., 2009, pp. 19-22.

Gráfico N° 12: Relación entre Analizar-Evaluar y Diseñar-Gestionar.



Fuente: Elaboración propia.

II. EVALUACIÓN DE LAS POLÍTICAS PÚBLICAS PYMES DESARROLLADAS POR LA CNV EN EL MERCADO DE CAPITALES ARGENTINO DURANTE EL PERIODO 2010-2015

a. Políticas públicas PyMEs en el mercado de capitales argentino.

a.1. Generalidades.

Las PyMEs en el mercado nacional y porque no decir internacional, requieren de un escenario macroeconómico favorable, que incentive la inversión y la producción, conjuntamente con la implementación de políticas públicas sostenibles.

Sobre los capítulos desarrollados en el título precedente se puede afirmar que las políticas públicas desarrolladas en el mercado de capitales son decisiones pragmáticas tomadas por los principales agentes políticos y económicos tanto a nivel nacional por ejemplo la CNV como ente regulador estableció el régimen PYME CNV, y por otro lado, a nivel internacional encontramos al Banco Interamericano de Desarrollo (en adelante BID) con sus programas financieros y no financieros, que tienen como objeto otorgar herramientas financieras a las PyMEs logrando fortalecerlas.

Las políticas públicas PyMEs son los alineados a mejorar las condiciones endógenas y exógenas de las PyMEs que generalmente son: La creación de empleo, la integración y el desarrollo regional, desarrollo de capital humano, crecimiento económico, incremento de la productividad, la promoción de la competencia en los mercados, redistribución del ingreso, competitividad internacional o atenuar fallas de mercado.

Es así, que la evaluación de las políticas públicas PyMEs desarrolladas en el mercado de capitales argentino durante el periodo 2010-2015 (denominado en adelante “el periodo”), como se señaló apunta a identificar si la participación de las PyMEs incrementó, teniendo en cuenta: el conocimiento, la acción o gestión y la formación de las mismas. De esa manera, nos permite determinar si las políticas públicas adoptadas son eficaces, si contribuyen a la solución del problema, caso contrario en base al análisis de debe determinar que les impide cumplir con sus objetivos.

Dentro de “el periodo” la CNV es la institución que se encarga de la regular el mercado de capitales argentino de acuerdo al Gráfico N° 9, revestido de las facultades que abarcan el desarrollo, ejecución e implementación de políticas públicas, de acuerdo a sus

protocolos, objetivos y finalidades establecidas. Algunas de políticas públicas que tienen una implementación secuencial, requiriendo que la CNV cuente con una adecuada relación interinstitucional, es decir, acuerdos con diversas organizaciones públicas o privadas. Sin embargo, ello implica que mientras mayor sea la cantidad de organizaciones y de acuerdos inter-organizacionales para implementar una política, mayores serán también la incertidumbre y la dificultad de la implementación si no cuenta con una fiscalización ni control.

a.2. Iniciativas para incorporar a las PyMEs al mercado de capitales.

Como primera iniciativa el Poder Ejecutivo Nacional mediante la Ley N° 17.811 de Oferta Pública sancionada en 1969, (reformada por Ley N° 22000, sancionada el 18 mayo del 1979), buscó regular el equilibrio de la acción estatal y las instituciones bursátiles, regulando la creación de instituciones como: la CNV (como entidad autárquica), las Bolsas de Comercio, y Mercado de valores entidades autorreguladas.

Posteriormente como política nacional, económica y de tipo redistributivo, sancionan el 29 junio de 1988 la Ley N° 23.576 de Obligaciones Negociables, modificada por la Ley N° 23.962 sancionada en Julio 4 de 1991, que en su artículo 1° establece que las sociedades por acciones, las cooperativas y las asociaciones civiles constituidas en el país, y las sucursales de las sociedades por acciones constituidas en el extranjero en los términos del artículo 118° de la Ley N° 19.550 de Sociedades Comerciales y sus modificaciones, pueden contraer empréstitos mediante la emisión de obligaciones negociables. De esta manera las PyMEs tienen acceso al mercado de capitales aunque no haya sido establecida de manera expresa.

Pero, recién con la sanción del Decreto N° 1.087 el 24 de mayo de 1993, se simplificó el acceso al mercado de capitales para la colocación y negociación de valores de deuda provenientes de PyMEs, aplicando una reducción de costos. Medida complementada por las resoluciones generales de la CNV, que establecen un régimen especial para el financiamiento de PyMEs. Y es en el 2008 que se incrementa el monto Máximo circulación de valores representativos de deuda emitidos por PyMEs bajo el régimen especial de \$ 5 millones a \$ 15 millones, por medio del Decreto N° 319 sancionado el 27 de febrero del 2008.

Poco a poco el rol de la CNV en este tema va haciéndose más constante, emitiendo diferentes resoluciones para reeditar el régimen especial de PyMEs, mediante las siguientes resoluciones: Resolución General N° 336 del 13 de mayo de 1999, que permite la negociación de acciones representativas del capital social de sociedades anónimas que califiquen como PyME. Resolución General N° 368 del 17 de mayo del 2001, a través de la cual se aprueba las normas (N.T. 2001), que regula toda negociación realizada en el mercado de valores y entidades autorreguladas autorizadas por la CNV. Resolución General N° 506 del 02 de mayo del 2007, con fundamento en el artículo 44° del Anexo aprobado por Decreto N° 677/01, la CNV estableció otro de carácter especial para la emisión de deuda o capital por PyMEs, basado en el máximo de ventas totales anuales que ellas registren. Resolución General N° 527 del 13 de mayo del 2008, que sustituye el apartado VI. 7 del Capítulo VI de las normas (N.T. 2001 y mod.) ajustándolo a los términos del Decreto N° 1.087/93 y del Decreto N° 319/08.

Llegando finalmente a la implementación de la política nacional denominada Nueva Ley de Mercado de Capitales N° 26.831, que fue promulgada el 27 de diciembre de 2012. Es a partir de esta modificación la CNV implementó nuevas políticas públicas PyME que en adelante se analizarán.

a.3. Descripción de las políticas públicas PyMEs implementadas por la CNV.

La CNV como organismo oficial encargado de la regulación del mercado de capitales, sin salir de sus facultades ni yendo contra alguna normativa vigente puede regular si fuera necesario con respecto a las operaciones que se encuentran bajo su fiscalización, mediante iniciativas dirigidas a facilitar el acceso de las PyMEs a los mercados de valores, materializadas en resoluciones generales de acuerdo al Gráfico N° 9. Por otro lado, dichas iniciativas pueden clasificarse de acuerdo a la Subsecretaría de MIPyMEs de Ecuador⁵¹ de la siguiente manera: “Las iniciativas directas: Son aquellas que pasan por alivianar las exigencias generales para que dicho acceso se produzca, bien eximiéndolas de la constitución de órganos de fiscalización interna o externa o bien exonerándolas de tasas públicas y comisiones privadas y; Las iniciativas indirectas: Son aquellas que consisten en potenciar el uso por las PyMEs de mecanismos que faciliten aquel acceso, tales como el

⁵¹ Ministerio de Industrias y Productividad, Subsecretaría de MIPYMES y Artesanías de Ecuador, “Alternativas de financiamiento a través del Mercado de Valores para PYMES” (2012), Pág. 31.

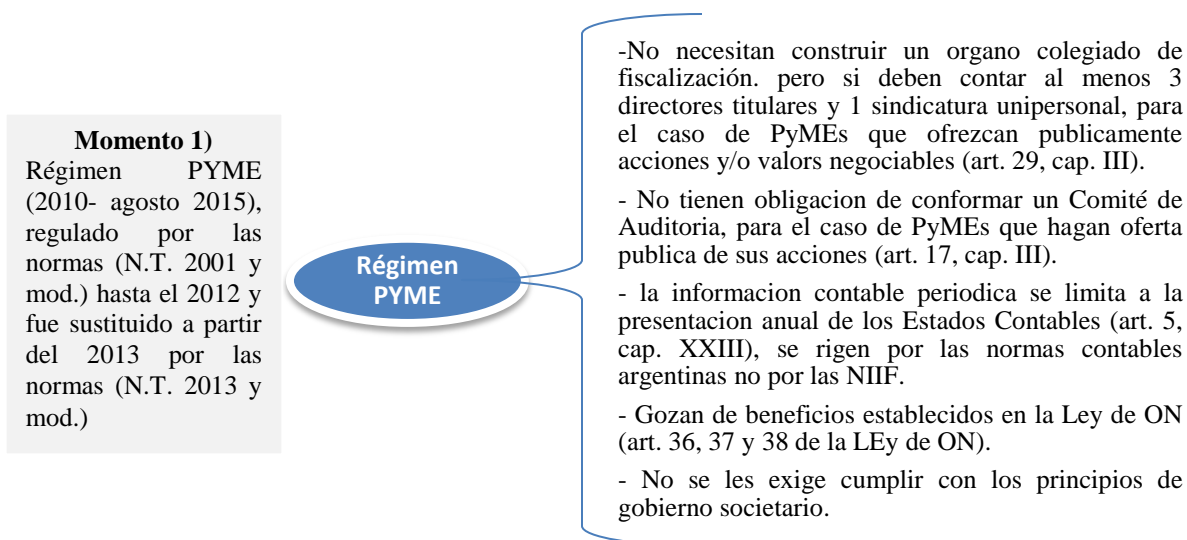
fideicomiso financiero (Instituto Iberoamericano de Mercado de Valores. (2007). *La titularización de créditos a PYMES en Iberoamérica*. Madrid.)”.

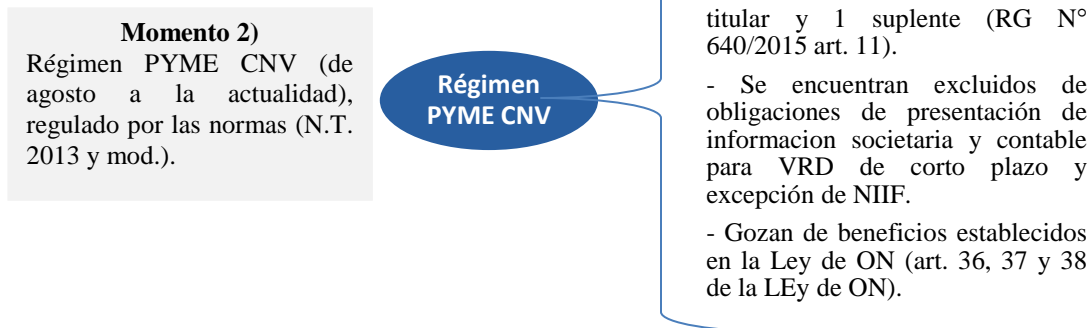
Si bien es cierto, la CNV desarrolla e implementa diversas políticas públicas destinadas a contrarrestar las desventajas competitivas de las PyMEs, que debieran de ser evaluadas. Sin embargo, pero solo se evaluará aquellas que tienen como objetivo principal incrementar la participación de las PyMEs en el mercado de capitales durante “el periodo”.

a.3.a. Régimen PyME CNV.

Si bien es cierto, la regulación del acceso de las PyMEs en el mercado de capitales se han dado desde años remotos, así encontramos al Decreto N° 1.087, y las normas (N.T. 2013 y mod.) que fue modificada por Resolución General N° 640 sanciona el 26 de agosto del 2015, con la cual, se implementa un régimen especial simplificado destinado al financiamiento de las PyMEs, haciendo frente a la excesiva burocracia que a la que afrontan para lograr el ingreso al mercado de capitales, convirtiéndose en un objetivo casi imposible de lograr para ellas.

En tanto, se puede diferenciar dos momentos en la regulación PyME durante “el periodo”:





A continuación se describe los rasgos identificados del Régimen PYME CNV:

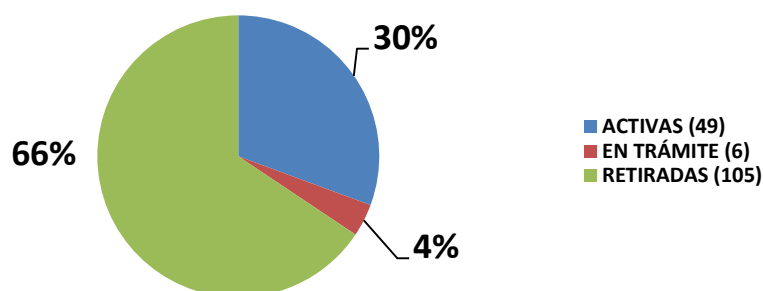
- Es una política pública económica, al estar dirigida a resistir una situación complicada que enfrentan las PyMEs dentro del mercado de capitales.
- Es una política pública sectorial y redistributiva, al otorgar ventajas a las PyMEs, facilitando en el proceso de inscripción dentro del mercado de capitales, a diferencia de los requisitos que solicita en el procedimiento general de inscripción, lo cuales le generan gastos en los trámites y altos costos de logística y administrativos, Específicamente establecen:
 - i) Uniformiza la definición de PyME.
 - ii) Se determinó los topes de facturación.
- Es una política creada como iniciativa directa de las CNV, integrándola en las normas (N.T.2013 y mod.), creando un régimen nuevo que requiere de una reorganización interna, como la readecuación de tasas, formularios entre otros.

El formulario simplificado se implementó en el llamado PORTAL PYME, que no es otra cosa que un prospecto simplificado de acceso libre y gratuito a través del portal oficial de la CNV, por medio del cual las PyMEs recibirán tratamiento prioritario en el trámite de registro ante la CNV. Dicha simplificación permite que la presentación de los documentos en físico sea en una única vez, de la misma manera admite la presentación digital (“Información Digital”) por medio del Portal de la CNV, favoreciendo especialmente a las PyMEs del interior del país.

- Podría dársele la calidad de política de gobierno, ya que en la realidad puede advertirse que tiene un carácter temporal, puesto que al ser suspendido o en el peor de los casos ser cancelado, corre el riesgo de perder los avances o resultados obtenidos en su aplicación. Dicha situación ocurre generalmente, cuando los gobiernos son de diferentes partidos políticos.

Si bien es cierto, no hay datos disponibles para establecer cuantas PyMEs han ingresado al régimen de oferta pública durante “el periodo”, sin embargo, por registro de PyMEs publicada en el portal de la CNV al mes de abril del 2016, <http://www.cnv.gob.ar/InfoFinan/BuscoSociedades.asp?Lang=0&TamanoSocID=1>, contenida en el Gráfico N° 13, muestra que se han registrado un total de 160 PyMEs (100%) en régimen de oferta pública, de las cuales solo 49 PyMEs (30%) se encuentran inscritas y activas, es decir que han utilizado en algún momento un instrumento financiero y aún pueden negociar, 6 PyMEs (4%) se encuentran tramitando su inscripción para ingresar al régimen PYME CNV, y, 105 PyMEs (66%) que han optado por retirarse del régimen, por ende ya no pueden negociar en el mercado de capitales.

Gráfico N° 13: Cantidad de integrantes del régimen PyME CNV



Fuente: Elaboración propia, de datos obtenidos de Portal de CNV.

Resultados que permiten formular la interrogante ¿Ha cumplido su objetivo la política pública PyME?, se responde, comparando los resultados (números), que de los 160 PyMEs que han ingresado al mercado de capitales, se han retirado el 66%, lo cual indica que no la consideran una buena fuente de inversión.

De la misma manera, estos datos muestran una incongruencia con la realidad ya que de acuerdo los últimos datos públicos disponibles del Ministerio de Trabajo de la República Argentina contenidos en el informe elaborado por la FOP como muestra el Gráfico N° 4, en el 2013 aproximadamente 82,960 (que representan el 13.6% del total de 610 mil empresas eran PyMEs), y teniendo en cuenta que al pasar los años la cantidad de

PyMEs ha debido incrementar, se puede considerar que un número de 49 PyMEs activas en el régimen PYME CNV no es un dato positivo.

Ergo, el régimen PYME CNV como política pública no ha sido efectiva, no por haber sido desarrollada (elaborada) erróneamente, sino en su implementación, puesto que se hace necesario fortalecerla con un programa de capacitación, al encontrarse debilitada el área de educación bursátil. Teniendo como resultado un mejor manejo y aprovechamiento de los instrumentos financieros, y por ende se lograría un incremento considerable en la cantidad de PyMEs partícipes dentro del mercado de capitales argentino.

a.3.b. Nueva reglamentación de los cheques de pago diferido.

La regulación de los CPD fue implementada mediante Ley de Cheques N° 24.452 sancionada el 08 de febrero de 1995, modificada por Decreto N° 386/2003 por la cual se faculta a la CNV como la autoridad de aplicación del nuevo régimen de CPD, a los fines de la regulación y supervisión de la negociación en las entidades autorreguladas. Sin embargo la CNV implementa un nuevo reglamento de los CPD. Por efectos prácticos la evaluación del régimen “el periodo” se divide en dos momentos:

Momento 1) Periodo 2010-2012: Regulada por la Ley N° 17.811 en armonía con las normas (N.T. 2001 y mod.), que posteriormente la CNV modificó con las siguientes resoluciones: Resolución General N° 452/2003 mediante la cual se reglamenta la negociación del CPD. Resolución General N° 14689/2003 aprobó las modalidades Patrocinada y Avalada. Resolución General N° 480 del 23 de junio del 2005, que contemplan la cotización y negociación de CPD en forma directa, estipulando los recaudos que deben adoptar las bolsas de comercio y los mercados de valores para su reglamentación. Resolución General N° 556 del 18 de junio del 2009, ampliando el espectro de los sujetos para abarcar a los CPD librados por la Nación, las Provincias, las municipalidades, los entes autárquicos y las empresas del Estado. Resolución N° 565 del 28 de enero del 2016, que incorpora el artículo 17 del Capítulo XVII de las normas (N.T. 2001 y mod.) la negociación de CPD garantizados por warrants, abriendo nuevas fuentes de financiamiento para las PyMEs, vinculadas a los sectores agropecuario, industrial o comercial.

Partimos el análisis de las PyMEs con la última información pública disponible del IAMC contenida en Gráfico N° 14, teniendo presente el porcentaje de participación que

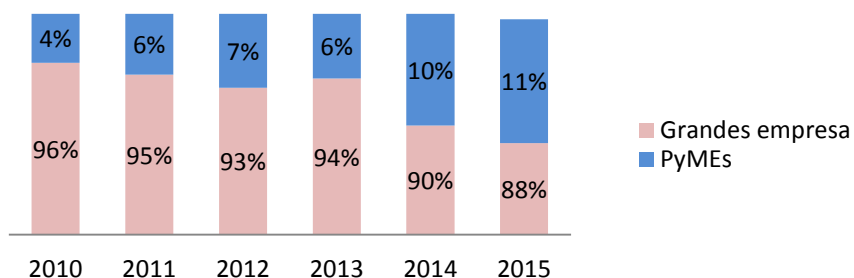
registran en las negociaciones anuales durante el periodo 2010-2012, donde se distingue un incremento sucesivo: Donde en el 2010 solo era 4%, incrementando a 6% en el 2011, y al 7% en el 2012.

De manera específica, la negociación de CPD registra incremento de acuerdo a la última información pública disponible del IAMC contenida en Gráfico N° 10 representados en porcentajes en el Gráfico N° 15, que va acorde con la tendencia positiva en el incremento total del uso de los diferentes instrumentos financieros PyMEs, resultando los siguientes datos: en el 2010 el financiamiento de las PyMEs ascendía a U\$S 290 millones, con un crecimiento anual aproximado 28.3%, convirtiéndose el CPD en el principal instrumento utilizado representando el 84% del total de instrumentos negociados por las PyMEs. Mientras que en el 2011 hubo un financiamiento total de U\$S 346 millones representando un alza anual de 19.3% conservando su puesto como el instrumento más utilizado representado con el 78%, sin embargo, disminuyó el porcentaje con respecto al año anterior que fue de 84%. Se registró como monto de financiamiento U\$S 427 millones en el 2012, representando un aumento anual de 23.4%, ratificándose como el instrumento más utilizado por las PyMEs durante las negociaciones realizadas en el año, representada por el 82%.

Por otro lado, un análisis más específico, es apreciando el uso de las clases de CPD, de acuerdo a la última información pública disponible del IAMC contenida en el Gráfico N° 16, donde se aprecia una tendencia positiva en el uso del CPD, así como el mayor uso del sistema avalado a comparación del sistema patrocinado, y del Gráfico N° 17, refleja la misma tendencia en relación con el volumen negociado, y a continuación se detalla los datos: Se negociaron una total de 45,132 CPD teniendo un incremento anual de 40%, siendo 44,338 avalados y 794 patrocinados, registrando un volumen total negociado de \$ 1,164.5 millones, lo negociado en el año 2010 representa un alza interanual de 35%, del volumen total corresponden \$ 1,118 millones CPD a avalados, mientras que los patrocinados fue \$ 46.5 millones CPD. En el 2011 incrementó la cantidad de CPD negociados a 53,403, significando un alza anual de 18%, teniendo 52,364 avalados y 1,039 patrocinados, negociando un volumen total de \$ 1,470 millones logrando un incremento anual de 26%, correspondiendo \$ 1,403.2 millones a avalados y \$66.8 millones patrocinados. De la misma manera, se da un incremento anual de 10 % en el 2012 de los CPD negociados 58,565, siendo 57,164 avalados y 1,401 patrocinados, negociando un total

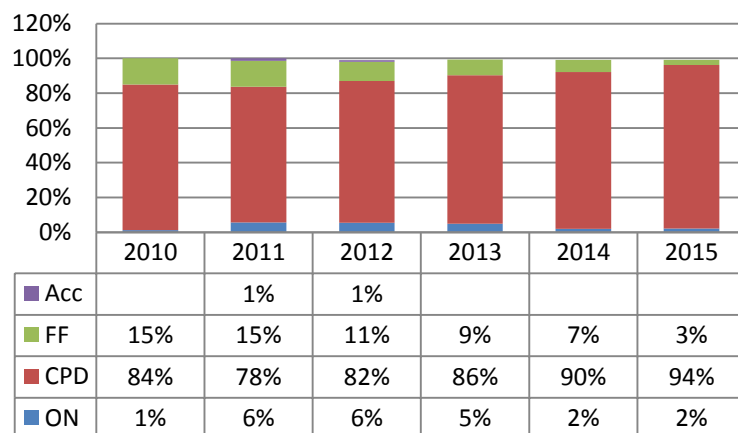
de \$ 1,968.4 sufriendo un incremento anual de 34%, dividido en \$ 1,892 avalados y \$ 76.4 patrocinados.

Gráfico N° 14: Participación de las empresas en las negociaciones del mercado de capitales. (%)



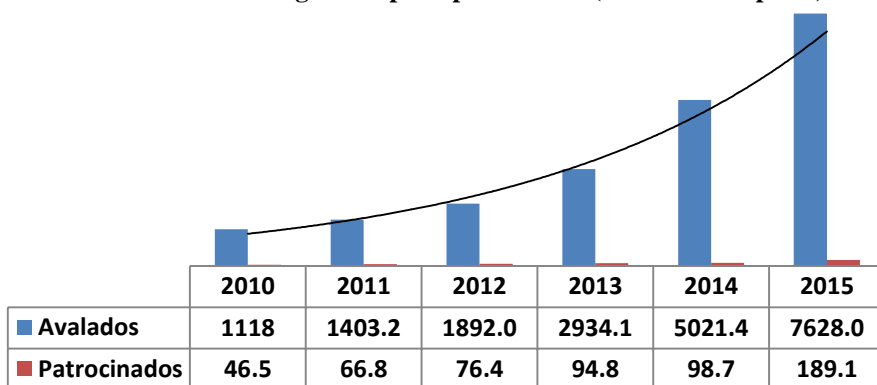
Fuente: IAMC.

Gráfico N° 15: Utilización de instrumentos por las PyME (%)



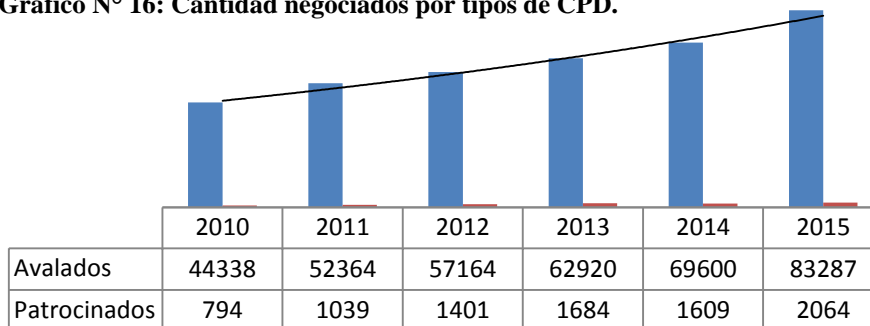
Fuente: IAMC.

Gráfico N° 17: Volumen negociado por tipos de CPD (\$ millones de pesos).



Fuente: Informe Mensual CPD 2010, 2011, 2012, 2013, 2014, 2015 del IAMC

Gráfico N° 16: Cantidad negociados por tipos de CPD.



Fuente: Informe Mensual CPD 2010, 2011, 2012, 2013, 2014, 2015 del IAMC

Momento 2) Periodo 2013-2015: Regulada por la Ley N° 26.831 en armonía con las normas (N.T. 2013 y mod.). Posteriormente la CNV por Resolución General N° 642 del 26 de agosto del 2015, que modificó el artículo 29 de la Sección X del Capítulo V del Título VI de las normas (N.T. 2013 y mod.), con el objetivo de ofrecer mayor transparencia de precios y menores costos para las PyMEs generando una mayor demanda de CPD. En la nueva reglamentación se puede registrar los siguientes caracteres:

- Es una política económica y sectorial, puesto que generar efectos directos sobre un las PyMEs, buscando reducir la tasa y ampliar el volumen operado en las negociaciones de CPD. Al identificar situaciones donde ciertas operaciones pueden ser cerradas a partir de ofertas de precio no susceptibles de ser mejoradas por otros agentes del mercado, así como, la posibilidad de liquidar las operaciones de manera inmediata, reduciendo la capacidad de planificación de los inversores, aumentando el riesgo de insolvencia y el costo de oportunidad de inmovilizar dinero, incidiendo negativamente sobre el volumen negociado y la competencia por la tasa de descuento.
- Es una política redistributiva, ya que otorga ventajas a favor de las PyMEs dentro de la negociación de CPD. Modificando dos cambios en la operatoria en el régimen de negociación:
 - i) Amplia el plazo de subasta; Dicha ampliación es de un tiempo aproximado de 2 minutos adicionales luego de cerrada la primera oferta y demanda para recibir nuevas ofertas, es decir, establece como obligación el congelamiento de las ofertas y demandas por dos minutos el llamado a plaza, para ver si alguien puede mejorar las condiciones y de esa manera se baje la tasa en la negociación.

- ii) Como medida adicional, se determina que la liquidación de las operaciones negociables se dé en 24 hrs (T+1), favoreciendo de esta manera el ingreso de inversores institucionales, es decir, de esta manera se otorga una mayor previsibilidad de capacidad de planificación a los inversores institucionales para orientar mayor liquidez a la comprar de estos instrumentos.

Durante el periodo 2013 -2015 registra una leve baja y posterior incremento en la participación de las PyMEs dentro de las negociaciones anuales del mercado de capitales de acuerdo al Gráfico N° 14, registrándose en el 2013 una participación de 6%, viéndose una disminución respecto del año anterior, en el 2014 se produjo un incremento considerable a 10%, y posteriormente en el 2015 se da un ligero incremento a 11%. Así mismo, registra incremento en el financiamiento a PyMEs, como se observa en el Gráfico N° 10, que va a la par con la tendencia positiva en el incremento del uso de los diferentes instrumentos financieros PyMEs de acuerdo al Gráfico N° 15, permitiéndonos rescatar los siguientes datos: En el 2013 se observa un incremento anual de 23% del financiamiento resultando U\$S 525 millones, manteniéndose como el CPD como el instrumento financiero más utilizado por las PyMEs, representando el 86%. En el año 2014 el financiamiento fue de U\$S 622 millones viéndose incrementado al 18.5% a diferencia del año anterior, registrándose como el instrumento más negociado representando el 90% de la totalidad de instrumentos PyMEs. Y, finalmente durante el año 2015 el financiamiento a PyMEs resultó en un total de U\$S 827 millones (siendo el mayor registrado dentro de “el periodo” analizado) viéndose incrementado en un 33%, así mismo, se mantiene como el instrumento mayor utilizado representado 94% del total de instrumentos negociados.

Por otro lado, un análisis más específico, en base al Gráfico N° 16 la misma que muestra una tendencia positiva en el uso del CPD, así como el mayor uso del sistema avalado a comparación del sistema patrocinado, y del Gráfico N° 17, que refleja la misma tendencia en relación con el volumen negociado, y a continuación se detalla los datos: Con la entrada en vigencia de la nueva legislación en el año 2013 generó un incremento anual del 10% en las cantidades negociadas de CPD a 64,604, la suba se debió al incremento de 62,920 avalados y 1,684 patrocinados, pero, se observa en el volumen negociado una caída durante los primeros tres meses, posteriormente se recupera sumando un total negociado de \$ 3,028.9 millones (alza interanual de 54%), incrementando los CPD avalados de \$ 2,934.1 millones, y de \$ 94.8 millones los patrocinados. Durante el 2014 se negociaron alrededor de 71,209 CPD resultado del incremento anual de 10%, correspondiendo 69,600 avalados y

1,609 patrocinados, obteniendo como volumen total negociado de \$5,120.1 millones, significando un alza anual de 69%, dividido en \$ 5,021.4 millones los avalados y \$ 98.7 millones los patrocinados. Finalmente en el 2015, se negoció 85,351 CPD representando un 20% de incremento anual, 83,287 avalados y 2,064 patrocinado, negociando un volumen total de \$ 7,817.1 millones representando un incremento anual de 53%, dividido en \$ 7,628 millones avalados y \$ 189.1 millones patrocinados.

En suma, el incremento de las cantidades entre los años 2010 (\$ 45,132 millones) a 2015 (\$ 85,351 millones) es de 89.1%, de la misma manera, el volumen negociado del 2010 (\$ 1,164.5 millones) a 2015 (\$ 7,817.1 millones) se eleva aproximadamente 571.3%. Los resultados tan positivos que hemos analizado, se debe a que en la experiencia argentina la mayor parte de las PyMEs inician en el mercado de capitales negociando esta herramienta para luego pasar a utilizar otros instrumentos de financiación bursátil. Y nos permiten concluir que la política pública es eficiente, cumpliendo los objetivos de uso, sin embargo, no genera mayor incorporación de PyMEs al mercado de capitales, generado por el nivel bajo de educación bursátil que tienen, por ende, requirieren mayor capacitación.

a.3.c. Nuevo Régimen de Pagaré.

El Pagaré como instrumento financiero dentro de “el periodo” se rigió bajo el marco regulatorio del Decreto Ley 5.965/63, ratificado por Ley N° 16.478, que en regulan de manera complementaria con otros cuerpos normativos en los dos momentos siguientes:

Momento 1) Periodo 2010-2012: Regulan conjuntamente con la Ley N° 17.811, en armonía con las normas (N.T. 2001 y mod.), encuadrada dentro de su artículo 102 de VI.17, capítulo VI de esta última norma, aunque no se regula de manera expresa el Pagaré como instrumento de financiamiento para las PyMEs, es decir, la regula como un “Régimen General de Pagaré”, al incorporarla como una de las tres formas a través de las cuales, las sociedades por acciones, de responsabilidad limitada, cooperativas y asociaciones mutuales, así como las sucursales de sociedades por acciones constituidas en el extranjero, emiten los valores representativos de deuda de corto plazo (pagaré seriados, valores representativos de deuda de corto plazo u ON). Sin embargo, como marco específico indican que solo las sociedades de responsabilidad limitada y las asociaciones mutuales podrán emitir valores representativos de deuda de corto plazo representados como pagarés seriados o valores

representativos de deuda de corto plazo; contando con una fianza otorgada por una SGR u otras modalidades de garantía previstas en la Ley N° 25.300.

El “Régimen General de Pagaré” descrito muestra las siguientes limitaciones: la no reglamentación del plazo, monto, moneda y pautas de negociación, y a la vez era poco federal, resultado una normativa incompleta, ya que no estipula expresamente que las PyMEs emitan pagarés. Por ello, no generaron ningún tipo interés en las empresas para utilizarlas como instrumento de financiamiento, de acuerdo a la última información pública disponible a la fecha de la CNV.

Momento 2) Periodo 2013-2015: Regulan complementariamente con la Ley N° 26.831, el Decreto Reglamentario N° 1.023/13 y con las normas (N.T. 2013 y mod.), manteniendo el “Régimen General de Pagaré” del periodo 2010-2012, por ende, mantuvo sus limitaciones, quedando marcada la poca federalización de la regulación, ya que solo fue aplicable al Merval. Posteriormente la CNV modificó dicho régimen, mediante Resolución General N° 643 del 26 de agosto del 2015, estableciendo una política pública denominada “Nuevo régimen del Pagaré PyME”, con la cual se determinó al pagaré como un instrumento financiero especialmente para PyMEs, otorgando para todas aquellas que requieran, mayores plazos de financiación, ya que los CPD solo alcanza al máximo plazo de 365 días. La política pública tiene los siguientes caracteres:

- Es una política pública económica, puesto que fue elaborada con el objeto de expandir el ahorro en moneda nacional y potenciar las oportunidades en el ámbito del mercado de capitales. Conformado por un sistema destinado a regular en forma integral y específica todo lo referente a la oferta pública del pagaré.
- Es una política pública sectorial, al afectar de manera directa a las PyMEs, promoviendo un fácil acceso al mercado de capitales, implementando un mecanismo similar al del CPD (Cabe precisar que este título valor no compite con los cheques de pago diferido, al tener características diferentes).

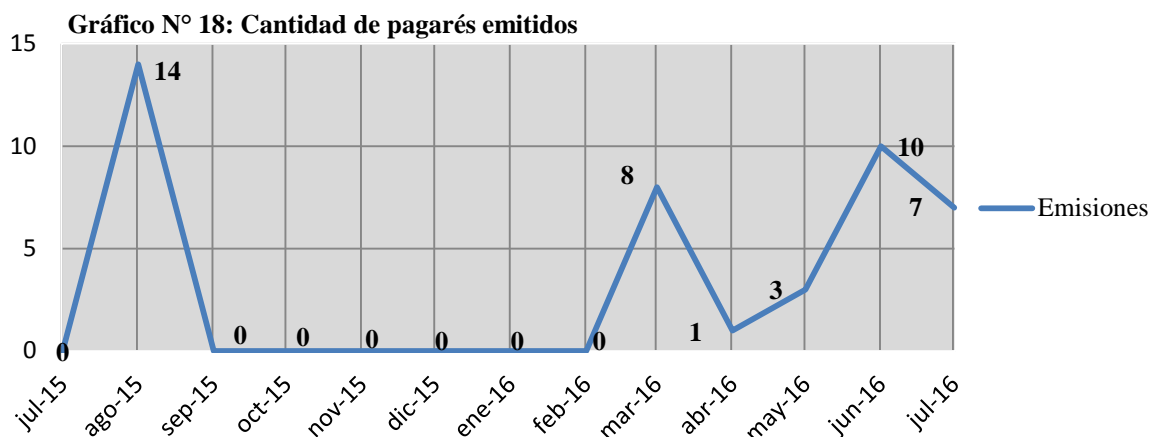
Que, si bien es cierto, los bancos ofrecen también la posibilidad de liquidar cheques, pero cobran una tasa alta de descuento. Sin embargo, el pagaré bursátil busca hacer frente a ese costo.

- Es una política pública redistributiva, ya que la creación del nuevo régimen de pagarés PyMEs busca relanzarlos para que tenga mayor profundidad (participación en el mercado de capitales), otorgándole una cualidad especial, y persigue simplificar y facilitar su transacción en el mercado secundario:
 - i) Se amplía el plazo de vencimiento como mínimo de 1 año a al máximo de 3 años desde su emisión.
 - ii) Se incrementa los montos operados y moneda, hasta \$ 100.000 mil o equivalente en moneda extranjera, y con cláusula sin protesto.
 - iii) La negociación se realizará de forma individual o por lotes. Tornándose de fácil emisión, por lo cual no requiere generar un prospecto, ni remitirse al régimen informativo de la CNV.
 - iv) No hace necesaria la designación de beneficiario del pagaré, puesto que serán garantizados por las SGR reduciendo de esta manera el riesgo, es preciso recordar para solo se negociaron pagarés librados por terceros.

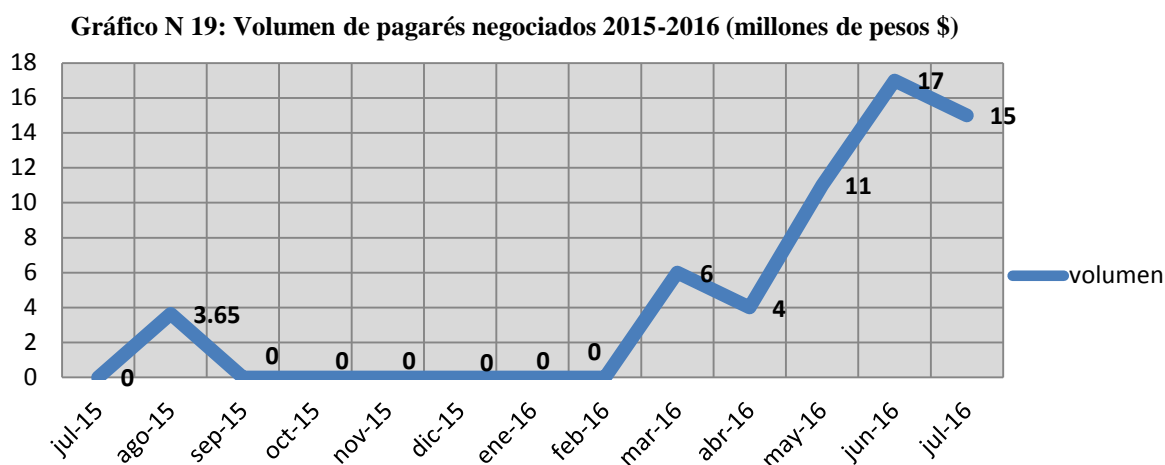
Entre el 2013 y 2015, nos abre un escenario por analizar, en base a la última información publicada disponible de la CNV y BCBA, diferenciando:

- El “Régimen General de Pagaré”: Vigente entre el periodo 2013-2014, donde solo se llegó a negociar 3 pagarés durante el año 2014, por un monto de \$ 2.8 millones. Tal como se observa en la en el Reporte Mensual PyMEs –Octubre 2015, de la BCBA (para ahondar más sobre la información revisar: <http://www.bcba.sba.com.ar/sitio/descargas/reportes/Reporte-3181.pdf>).

El “Nuevo Régimen de Pagaré PyME”: Que de acuerdo a los informes mensuales publicados por la CNV contenidas en el Gráfico N° 18, así como en el Gráfico N° 19, las PyMEs durante el mes de agosto del 2015 se negociaron un número 14 pagarés, con un volumen total de \$ 3,650.000 millones, todos ellos por montos individuales que oscilaron entre los \$100.000 y \$500.000, con tasas de interés nominales anuales que estuvieron dentro del rango de 17,1% y 22%, y, sus plazos variaron entre los 13 y 22 meses.



Fuente: Elaboración propia en base a los Informes mensuales CNV, 2015 -2016



Fuente: Elaboración propia en base a los Informes mensuales CNV, 2015 -2016

Realizando un contraste con las modificaciones del año 2016, podemos indicar que por Resolución General N° 665 del 26 de mayo del 2016 se Resolución General N° 643/2015, con el objetivo de promover las economías regionales, reduciendo el plazo mínimo de vencimiento del pagaré para adecuarlo a los ciclos productivos de las empresas agropecuarias y agroindustriales, facilitando el financiamiento de la adquisición de insumos, materiales y servicios, en el siguiente extremo:

- Se amplía el plazo de vencimiento como mínimo de 180 días y se mantiene el máximo de 3 años desde su emisión.

Por otro lado, se analizar los efectos del pagaré frente por la modificación del régimen en base a los datos del periodo 2016 contenidos en el Gráfico N° 18 y gráfico N° 19, se acumularon en los primeros siete meses una cantidad de 29 pagarés avalados, negociando un volumen total de \$ 53 millones, distribuidos de la siguiente manera: En el

mes de marzo se disminuyó la cantidad de pagarés a comparación del 2014, negociando solo 8 pagarés, a una tasa anual de 7.75%, con plazos de 15 meses cada uno, pero, incrementó el volumen negociado por un monto de \$ 6 millones. Se da una disminución en la cantidad negociada en abril, registrándose tan solo 1 pagaré avalado, a una tasa de interés nominal anual de 2%, con un plazo de 36 meses, de la misma manera, disminuyó el volumen negociado, que fue equivalente a \$3,560 millones. En mayo incrementó la cantidad y el volumen negociado, 3 pagarés avalados, a una tasa de interés nominal anual que osciló entre 3,25% y 4%, con plazos de 36 meses cada uno, por un monto equivalente a \$10,640 millones. Se dio un incremento en junio, negociándose 9 pagarés avalados (negociado en dólares) y 1 pagaré (negociado en pesos), a una tasa de interés nominal anual del instrumento osciló entre 4,5% y 5,5% para las negociaciones en dólares y de 27,5% para la colocación en pesos, con plazos de pagos que se fijaron entre los 12 y 26 meses, por un monto total equivalente a \$17,3 millones. En Julio se negociaron 7 pagarés avalados, a una tasa de interés nominal que oscilaron entre 6% y 9%, con plazos de pago que se fijaron entre los 9 y 30 meses, por un monto total equivalente a \$15 millones.

Durante “el periodo”, los datos que reflejan tanto las cantidades y volúmenes negociados no guardan ninguna relación respecto a su incremento y la disminución, una frente a la otra. Así como, el poco interés que muestran las PyMEs al uso de pagarés por como fuente de financiamiento, por ello, esta política pública requiere refuerzo en la difusión, enfocándose en la educación bursátil, la cual deberá ser adecuada para lograr mayor participación de las PyMEs en el mercado de capitales.

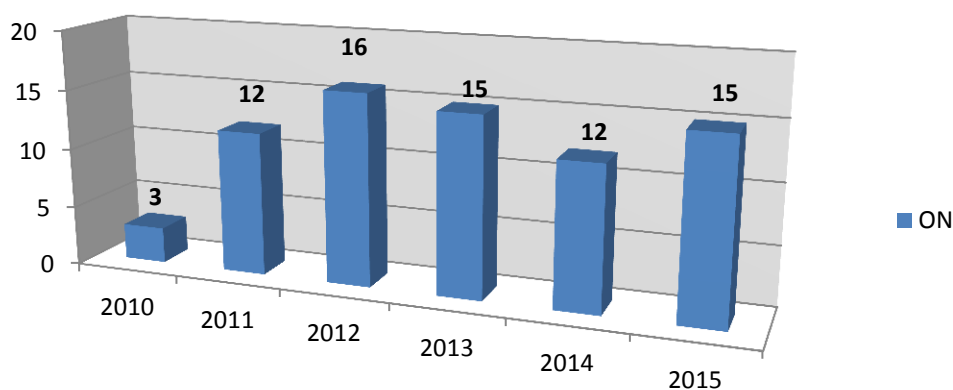
a.3.d. Incremento en el tope de las Obligaciones Negociables.

El marco regulatorio de las ON PyMEs está conformada por la Ley N° 23.576, que fue modificada por Ley N° 23.962, sin embargo, en “el periodo” en el mercado de capitales, regulaban de forma complementaria con otras normas, y en tanto, por motivos prácticos se bifurca en dos momentos:

Momento 1) Periodo 2010- 2012: Regulada por Ley N° 17.811, el Decreto N° 1087/1993, en armonía con las normas (N.T. 2001 y mod.). Regulación que tiene como limitación el bajo tope de emisión de ON PyMEs, al no superar los \$ 5 millones (establecido por el mencionado decreto). Posteriormente, con el objeto de hacer frente a dicha limitación, se sanciona el Decreto N° 319/2008, incrementando el monto máximo a \$ 15 millones.

De acuerdo al Gráfico N° 15, las ON PyMEs ocupa el tercer puesto de entre los cuatro instrumentos PyMEs más usados, registrando los siguientes datos: En el 2010 representó el 1% siendo el instrumento menos utilizado, en el 2011 tuvo un 6% pero manteniendo solo sobre la emisión de acciones, posición que mantiene en el 2012. Por otro lado, conforme a la última información pública disponible de la CNV y del IAMC contenidas en el Gráfico N° 10 y Gráfico N° 20, las cantidades y volúmenes negociados por medio de las ON PyMEs han incremento considerablemente, registran los siguientes datos: En el año 2010 se negociaron 3 ON por un volumen total de U\$S 4 millones. Luego, en el 2011 se incrementó anualmente un 400% la cantidad negociada a 12 ON, de igual forma, el volumen negociado superó en un 600% al año anterior (U\$S 25 millones). Posteriormente, en el 2012 la cantidad de ONS negociados incrementó en un 33.3% (16 ON), obteniendo un volumen total negociado de U\$S 29 millones, que representa un incremento anual de 16%.

Gráfico N° 20: Cantidad de ON (2010-2015)



Fuente: Elaboración propia en base a los Informes mensuales CNV, 2015 -2016

Momento 2) Periodo 2013-2015: Regulan con la Ley N° 26.831, y las normas (N.T. 2013 y mod.). Periodo en el cual suscitaron los siguientes hechos: el entonces titular de la CNV, Cristian Girard, acompañado por el entonces Ministro de Economía y Finanzas Públicas, Axel Kicillof, anunciaron la implementación de una medida que consistía en modificar el monto máximo de emisión de las ON PyMEs a \$ 50 millones, como se aprecia en el comunicado de prensa publicado el 26 de agosto del 2015 en el portal de la CNV (disponible en: <http://www.cnv.gov.ar/web/secciones/prensa/comunicados.aspx?id=78>). Sin embargo, la medida denominada “Incrementación en el tope de las ON PyMEs” recién fue materializada mediante Decreto N° 598, sancionada el 19 de abril del 2016, buscando duplicar la cantidad de emisiones de ON PyMEs, obteniendo las PyMEs un mayor fondeo

disminuyendo el costo de emisión, y por ende, incluir una mayor cantidad de PyMEs al mercado de capitales. A lo cual se identifica los siguientes caracteres:

- Es una política pública económica, al tener como propósito desarrollar el mercado de capitales en forma equitativa, eficiente y transparente, protegiendo los intereses del público inversor, minimizando el riesgo sistémico, fomentando una sana y libre competencia conforme a la Ley N° 26.831.
- Es una política pública sectorial y distributiva, al ser desarrollada para promover el acceso al mercado de capitales de las PyMEs, logrando el incremento del monto máximo de emisiones de ON de \$ 15 millones a \$ 100 millones, o su equivalente en otras monedas.

La regulación de este segundo momento, de acuerdo al Gráfico N° 15 la mantuvo como tercer instrumento más utilizado por las PyMEs, pero disminuyó considerablemente como se detalla a continuación: En el 2013 el 5% del total de instrumentos negociados, en el 2014 disminuyó a 2%, en el 2015 mantuvo el 2%.

La regulación en el periodo 2013-2015 se generó una disminución y posterior recuperación en la negociación de los ON PyMEs de acuerdo al Gráfico N° 10 y Gráfico N° 20, donde se registran los siguientes datos: En el 2013 se registró una caída anual - 6.3% en la cantidad de ONS negociados (15 ON), por lo contrario, en el volumen total se registró un incremento anual de 6.7% (U\$S 30 millones). De igual manera, sigue la tendencia bajista anual en el 2014, siendo 12 ON negociados, a la par, disminuyó el volumen acumulado en - 20% (U\$S 14 millones). Y, finalmente, en el 2015 hay incremento en la cantidad de ON negociados a 15 ON (igual número que en el 2013), de la misma manera, se registra un incremento anual de 35.7% en el volumen negociado obteniendo un total de U\$S 19 millones (no de U\$S 30 millones como lo fue en 2013).

Realizando un contraste con las modificaciones del año 2016, de acuerdo a los Informes Mensuales Mayo-Julio 2016 del IAMC publicados en su portal: http://iamcmmediamanager.prod.ingeccloud.com/MediaFiles/IAMC/2016/9_1/0/7/112/487452.pdf, se identifica 4 ON negociados, con un volumen total de U\$S 7.3 millones (mayo=U\$S 0.2, junio=U\$S 7 y julio=U\$S 0.1). Números que reflejan el mínimo uso de las ON por las PyMEs en sus negociaciones, sin embargo, cabe rescatar que el volumen negociado es considerable pese a la mínima cantidad negociada.

En conclusión, durante “el periodo” tanto el uso de las ONs y el Volumen negociado por la misma, han disminuido, mostrando que el régimen especial de los títulos de deuda de las PyMEs, ha sido una política que no ha logrado incrementar su participación, es decir, no ha sido eficiente al no alcanzar sus objetivos trazados. Por ello, requiere ser interconectada y/o complementada con planes de difusión debidamente estructuradas, con el objeto de llegar adecuadamente a las PyMEs.

a.3.e. Financiamiento a través de los Fondos Comunes de Inversión.

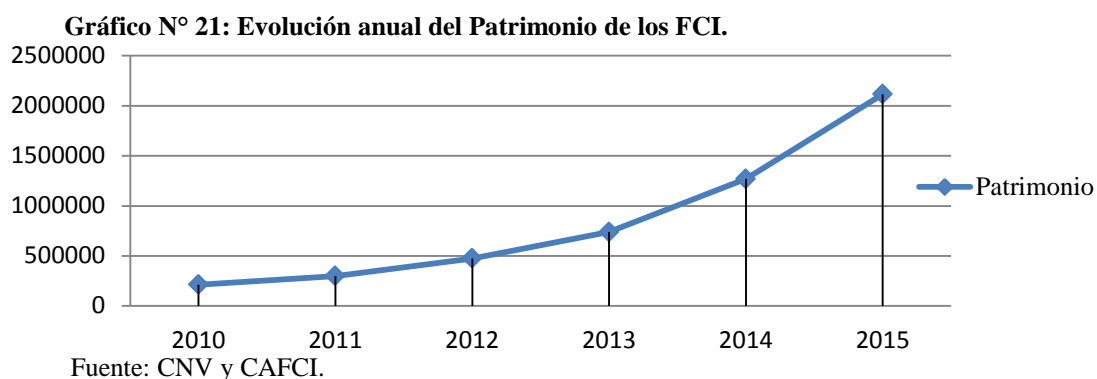
Los FCI se encuentran regulados por el Decreto N° 174/93, y Ley N° 24.083, que fue modificada por Ley N° 24.441, y al estar enfocado el análisis de “el periodo”, estos regulan de manera conjunta con otras normas en diferentes años, motivo por el cual se divide en dos momentos:

Momento 1) Periodo 2010-2012: Regulan conjuntamente con la Ley N° 17.811 y las normas (N.T. 2001 y mod), identificando en este periodo las siguientes resoluciones que modifican el régimen:

- Resolución General N° 519 del 01 de noviembre del 2007, que incorpora el artículo 20 del Capítulo XII de las normas (N.T. 2.001 y mod.), regulando la constitución de FCI cerrados para el financiamiento de MIPyMEs, permitiéndoles participar en forma individual o agrupadas. Posteriormente, la CNV mediante Resolución General N° 534 del 28 de octubre del 2008, reguló el régimen especial para la constitución de FCI-PyMEs excluyendo las Micro empresas, incorporándolo como el artículo 46, del capítulo XI de las normas (N.T. 2001 y mod.), y estableciendo que los FCI cuyo objeto especial de inversión lo constituyan instrumentos destinados al financiamiento de PyMEs se registrarán por un régimen especial y por las disposiciones aplicables en general para los FCI abiertos. Así mismo, estableció los siguientes parámetros de cumplimiento obligatorio:
 - i) Deben invertir el 75% como mínimo en instrumentos destinados al financiamiento de PyMEs. Pudiendo diversificar la inversión en: 40% en valores negociables emitidos por PyMEs (incluido CPD), y el 35% restante podrá completarse mediante inversiones de valores negociables emitidos por empresas constituidas en el país de baja capitalización bursátil y/o instrumentos de otras entidades cuya emisión detente como objetivo o finalidad el financiamiento de PyMEs.

- ii) El plazo para solicitar el rescate de las cuotapartes cuando el monto del reembolso supere el 10% del FCI, no podrá exceder de 10 días. Debe observarse que no se especifica si son hábiles o no, quedando a la interpretación como días naturales.
- iii) De la misma forma, se establece un plazo para la conformación definitiva de la cartera de inversión, precisando que no podrá exceder los 180 días corridos desde el lanzamiento del FCI.

De todas las modificaciones realizadas en este primer momento, han pasado de regular a las MIPyMEs para luego reducir a solo PyMEs. De la misma manera, es que viabilizan y/o benefician a las inversiones de los valores negociables emitidos por empresas constituidas en el país de baja capitalización bursátil. Ello, contrastado con la última información publicas disponibles de la CNV y la Cámara Argentina de Fondos Comunes de Inversión (en adelante CAFCI) contenidas en el Gráfico N° 21, del cual se puede concluir en líneas generales, que el patrimonio administrado por los FCI ha sufrido un incremento progresivo, conformando su cartera con diferentes instrumentos financieros, como a continuación se detalla: En el 2010 los FCI administraron un patrimonio de \$ 212,516 millones, y su cartera estuvo conformada por el mercado de dinero el 47%, renta fija 34%, renta variable 13% y renta mixta 6%, pero no se registró inversiones en instrumentos PyMEs. Durante el 2011 sumó un total de \$ 299,804.2 millones, registrando un incremento anual de 41.1%, y con una cartera constituida por la renta fija en 43%, mercado de dinero 39%, renta mixta 10% y renta variable 8%, pero tampoco registró inversiones en instrumentos PyMEs. Y, en el 2012 se administró un patrimonio de \$ 474,851 millones, dándose un aumento anual de 58.4%, y, debido a las fluctuaciones positivas en el precio de los activos la cartera de inversiones está conformada por renta fija el 47%, mercado de dinero 35%, renta mixta 9%, renta variable 4%, proyectos de infraestructura 2% y un retorno 1%, y, PyMEs 2% (\$ 9,732.1 millones), este último distribuido específicamente como se observa en el Gráfico N° 22: Títulos de deuda 75% (principalmente CPD y en menor medida por ON y Títulos Públicos) y Vehículos de Inversión Colectiva un 17%.



Momento 2) Durante el periodo 2013-2015: Regulan en armonía con la Ley N° 26.831 y las normas (N.T. 2013 y mod.), que hasta el setiembre del 2015 rigió el régimen especial de FCI-PyMEs que enmarcó el artículo 21 sección V capítulo II título V de las normas (N.T. 2013 y mod.) estableciendo los siguientes parámetros:

- Las FCI-PyMEs deberá invertir como mínimo el 75% del fondo en valores negociables emitidos por PyMEs y/o valores negociables emitidos por otras entidades cuya emisión tenga como objetivo o finalidad el financiamiento de PyMEs. Debiendo invertir el 40% en valores negociables emitidos por PyMEs (incluido CPD) emitidos por empresas constituidas en el país de baja capitalización bursátil y/o instrumentos de otras entidades cuya emisión detente como objetivo o finalidad el financiamiento de PyMEs.
- Determina máximo 10 días hábiles, como el plazo para solicitar el rescate de las cuotas partes cuando el monto del reembolso supere el 10% del FCI. En este segundo momento la regulación si es específica (días hábiles).

Saltando a la vista, que al inicio las normas (N.T. 2013) mantiene lo regulado por las normas (N.T. 2001 y mod.) respecto a las empresas de baja capitalización bursátil. Sin embargo, sufre una modificación en el 2015 a través de la Resolución General N° 640, que estableció el régimen PYME CNV, limitando la regulación específicamente a PyMEs dejando de utilizar la denominación “empresas de baja capitalización bursátil”. Posteriormente, por medio de Resolución General N° 644 del 09 de septiembre del 2015, se incorpora el punto 6.14 en su Capítulo 2 del artículo 19 de la Sección IV del Capítulo II del Título V de las normas (N.T. 2013 y sus mod.) denominándolo “Proyectos de Iniciativa Privada”, con el objeto de promover la participación en el mercado de capitales a los pequeños inversores acorde al inciso a). Saltando a la vista los siguientes caracteres:

- Es una política pública económica y sectorial, al tener como finalidad, canalizar el ahorro hacia un financiamiento productivo garantizando la adecuada circulación del crédito, inversión, crecimiento, empleo y nuevas inversiones. Dicho ahorro canalizado será a favor del sector de las PyMEs.
- Es una política pública redistributiva; Que otorga ventajas, determinando un criterio mínimo de inversión en los instrumentos PyMEs por parte de los FCI:
 - i) Establece obligatorio que los FCI inviertan sus 2.5 % de patrimonio neto en proyectos de iniciativas privadas destinadas a: a) la inversión productiva; b) Desarrollo de infraestructura; y/o c) Financiamiento pyme.
 - ii) Se conforma un Comité de elegibilidad de las inversiones; De igual formato que del inciso “k”, siendo el encargado de establecer que instrumentos son computables, para así, poder ser registrados por los FCI dando cumplimiento a su obligación. Las funciones del mencionado Comité, se cumple bajo los términos previstos en el artículo 3° de la Resolución Conjunta N° 620/2012 y 365/2012 del Ministerio de Economía y Finanzas Públicas y el Ministerio de Industria de la Nación.
 - iii) Se establece el siguiente cronograma para que los FCI adapten su cartera de inversiones:
 - a) Invertir 1.5% del patrimonio neto dentro de los 60 días, y posteriormente, deberá invertir 2.5% del patrimonio neto dentro de los 60 días. Sin embargo, dicho plazo fue prorrogado a través de resolución general N° 652/2016;
 - b) Los FCI previstos en el artículo 4° inciso b) de la Sección II del Capítulo II del Título V de las normas (N.T. 2013 y mod.), deberán invertir 2.5% de su patrimonio neto en los activos elegibles antes del 30 de Julio de 2016.

Tomando la última información pública disponible del CAFCI, contenidas en el Gráfico N° 21, se puede concluir en líneas generales, que el patrimonio administrado por los FCI dentro del periodo 2013 al 2015 ha sufrido un incremento progresivo, conformando su cartera con diferentes instrumentos financieros, que a continuación se detalla: En el 2013 los FCI administraron un patrimonio que ascendía a \$ 739,257.18 millones, representando un incrementado anual de 55.7%, la cartera de inversión estuvo conformada por renta fija 46%, mercado de dinero 33%, renta mixta 10%, renta variable 3%, proyectos de

infraestructura 3% y un retorno 1%, y PyMEs 4% (\$ 26,610.38 millones), este último distribuido específicamente como se observa en el Gráfico N° 23, de la siguiente manera: 75.8% por títulos de deuda (integrados principalmente por inversiones en CPD y en menor medida por ON y Títulos Públicos) y Vehículos de Inversión Colectiva un 18.2%. Durante el 2014 el patrimonio administrado por los FCI fue \$ 1,268,806 millones, representando un aumento anual de 71.6%, con una cartera conformada por renta fija 49%, mercado de dinero 29%, renta mixta 9%, proyectos de infraestructura 5%, renta variable 3% y retorno 1%, y PyMEs 4% (\$ 48,554 millones), este último distribuido específicamente como se observa en el Gráfico N° 24, de la siguiente manera: el 81.8% por títulos de deuda (integrados principalmente por inversiones en CPD y en menor medida por ON, Títulos Públicos y VNCP) y Vehículos de Inversión Colectiva un 14.6%. En el 2015, los FCI administraron un patrimonio de \$ 2,115,012 millones, sufriendo un aumento anual de 66.7%, su cartera estuvo integrada por renta fija 54%, mercado de dinero 24%, renta mixta 8%, proyectos de infraestructura 5%, renta variable 4% y retorno 1%, y PyMEs 4% (\$ 87,601 millones), este último distribuido específicamente como se observa en el Gráfico N° 25, de la siguiente manera: títulos de deuda el 81.8% (integrados principalmente por inversiones en CPD y en menor medida por ON, Títulos Públicos y VNCP) y Vehículos de Inversión Colectiva un 14.6%.

Gráfico N° 22: Composición de cartera de los FCI-PyMEs (2012).

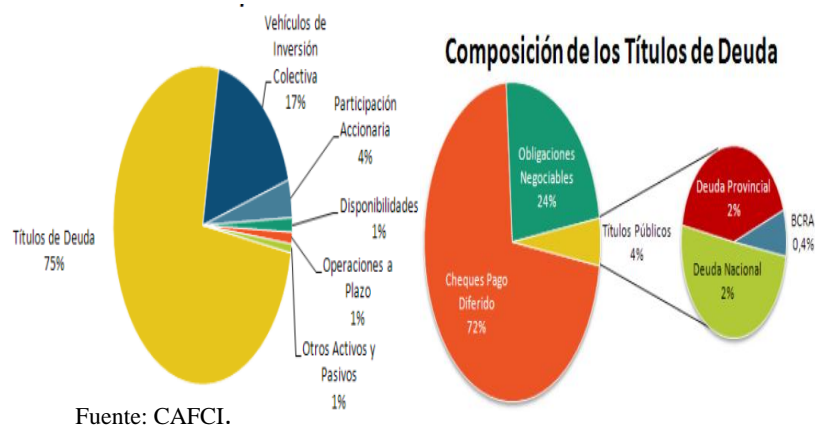


Gráfico N° 23: Composición de cartera de los FCI-PyMEs (2013).

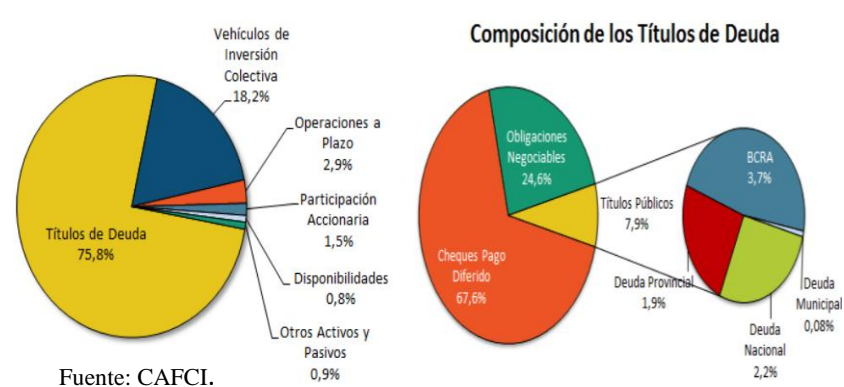


Gráfico N° 14: Composición de cartera de los FCI-PyMEs (2014).

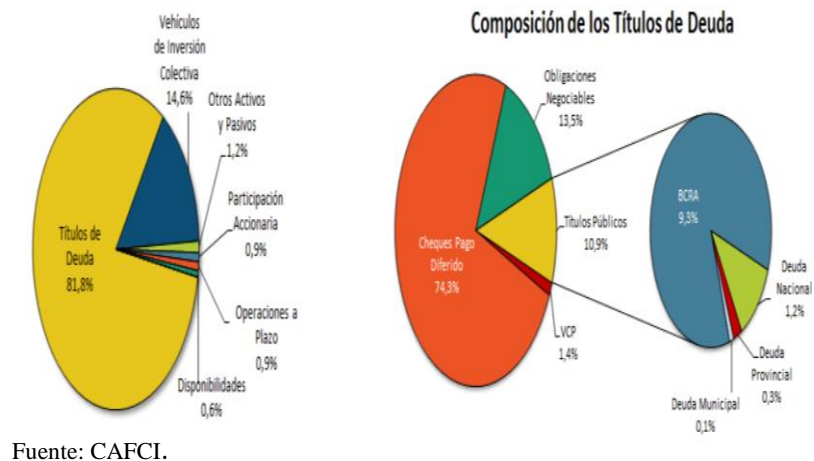
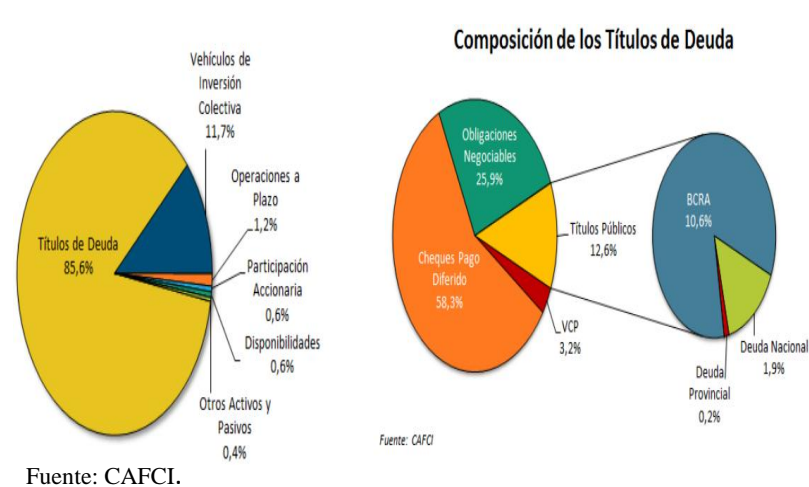


Gráfico N° 25: Composición de cartera de los FCI-PyMEs (2015).



Realizando un contraste con las dos modificaciones del año 2016 que son de gran importancia, en primer lugar por Resolución General N° 654 del 10 de marzo del 2016, la CNV modifica el artículo 21 de la Sección V del Capítulo II del Título V de las normas (N.T. 2013 y mod.), y estableció el régimen especial de las FCI PyMEs, marcando los siguientes caracteres:

- Se debe realizar inversiones al menos del 75% del patrimonio neto en valores negociables emitidos por PyMEs y/o valores negociables emitidos por otras entidades cuya emisión tenga por objetivo o finalidad el financiamiento de PyMEs. dejando a criterio de las empresas en como formar su cartera de inversiones.

Se advierte que la modificación no considera las inversiones de valores negociables emitidos por empresas de baja capitalización constituidas en el país, especificando de manera expresa que es solo aplicable a PyMEs y otras entidades que tienen como objetivo o finalidad financiar a PyMEs.

- Señala que los FCI PyMEs deberán adecuar sus carteras de inversiones, antes del 30 de septiembre de 2016.

Posteriormente, la CNV realizó una reforma total del régimen de los FCI PyMEs mediante la Resolución General N° 656 del 10 de marzo del 2016, incorporando los siguientes puntos:

- Se suprime el punto 6.14. del Capítulo 2 del artículo 19 de la Sección IV del Capítulo II del Título V de las normas (N.T. 2013 y mod.). Después de concluir su impertinencia al existir normativas vigentes de regímenes especiales para la constitución de FCI destinados al financiamiento de PyMEs y de Proyectos de Economías Regionales e Infraestructura contenidos en los artículos 21 y 22 de la Sección V del Capítulo II del Título V de las normas (N.T. 2013 y mod.).
- Se incorpora el artículo 5 del Capítulo III “Productos de Inversión Colectiva. Fondos Comunes de Inversión” del Título XVII “Disposiciones Transitorias” de las normas (N.T. 2013 y mod.), a consecuencia de haber suprimido el punto 6.14. del Capítulo 2 del artículo 19 de la Sección IV del Capítulo II del Título V de la misma norma. Fijando un cronograma de desinversión a los fines de continuar atendiendo las necesidades de financiamiento de las PyMEs:

- i) Al 31 de mayo de 2016, las inversiones deben representar al menos el 1% del patrimonio neto del fondo. Debiendo mantenerse al menos el 25% de CPD del total.
- ii) Al 31 de julio de 2016, las inversiones deben representar al menos el 0.5% del patrimonio neto del fondo. Debiendo mantenerse al menos el 25% de CPD del total.
- Señala expresamente que la incorporación del artículo 5 indicado en el punto anterior, no resultará de aplicación para los FCI previstos en el artículo 4º inciso b) de la Sección II y en los artículos 21 y 22 de la Sección V, ambas secciones del Capítulo II del Título V de las normas (N.T. 2013 y mod.).

Del análisis realizado en los periodos 2010-2016 se observó, que pese a la modificación de los FCI en el 2008, fue recién en el 2012 que las FCI invirtieron en instrumentos PyMEs registrando un total de \$ 9,732.1 millones. El 2013 sufre un incremento anual de 173.4% (\$ 26,610.38 millones). Durante el 2014 se dio un aumento anual de 82.5% (\$ 48,554 millones). Dentro del 2015 se reconoció un incremento anual de 80.4% (\$ 87,601 millones). Y, de acuerdo a la última información disponible de la CNV, durante los meses enero y febrero del 2016 donde se mantuvo vigente las modificaciones realizadas en el 2015, los FCI invirtieron en instrumentos PyMEs por un total de \$ 9,104 millones y \$ 9,716 millones respectivamente. Por otro lado, con la última modificación realizada en marzo 2016, los FCI invirtieron en instrumentos PyMEs entre marzo, abril, mayo, junio y julio por un total de \$ 61,904 millones (marzo \$12,169 millones, abril \$ 12,188 millones, mayo \$ 12,434 millones, junio \$ 12,815 millones y julio \$ 12,298 millones), mostrando que la desinversión incorporada en el artículo 5 del Capítulo III “Productos de Inversión Colectiva. Fondos Comunes de Inversión” del Título XVII “Disposiciones Transitorias” de las normas (N.T. 2013 y sus mod.), se da en el mes de julio al disminuir el volumen negociado.

Quedando demostrado que el uso de los FCI han incrementado la inversión de su patrimonio en instrumentos PyMEs durante “el periodo”, y pese a la última modificación del régimen en marzo del 2016 el volumen negociado en los primeros 6 meses (\$ 61,904 millones) ha sido considerable ya que casi alcanza al total anual negociado en el 2015 (\$ 87,601 millones). Al no haber datos públicos del registro de FCI PyMEs autorizados en el mercado de capitales, la evaluación se ha centrado más en cuanto

a cuanto del patrimonio de los FCI invierten en instrumentos PyMEs, concluyendo que es positiva la reacción de los FCI frente a dichos instrumentos.

a.3.f. Fideicomiso financiero.

Instrumentos que analizado en “el periodo” dividiéndolo en dos momentos por cuestiones prácticas:

Momento 1) Periodo 2010-2012: Regulada por Ley N° 24.441, en conformidad con la Ley N° 17.811 y las normas (N.T. 2.001 y mod.). Sobre las cuales la CNV siendo la entidad reguladora por medio de la Resoluciones General N° 519 del 01 de noviembre del 2007, incorpora el artículo 31 del punto XV.8 del Capítulo XV de las normas (N.T. 2.001 y mod.), determinando en su inciso d) que para constituir programas globales y emisiones individuales de FF para financiar MIPyMEs, el emisor deberá consignar en la documentación en forma destacada que las operaciones tendrán como objeto el financiamiento de MIPyMEs, que los aportes efectuados por los fiduciantes serán destinados a la adquisición de valores emitidos por MIPyMEs, y la presentación de las calificaciones de riesgo.

La regulación que de acuerdo al Gráfico N° 15 se mantuvieron como el segundo instrumento más utilizado por las PyMEs: En el 2010 representaron el 15% del total de instrumentos negociados, en el 2011 mantuvo su 15%, sin embargo, en el 2013 disminuyó a 11%. Por otro lado, conforme a la última información pública disponible del IAMC contenidos en los Gráfico N° 10 y del Gráfico N° 26, durante este primer momento el volumen negociado ha incrementado y las cantidades negociadas han disminuido: 17 FF negociados, que recaudó U\$S 52 millones en el 2010. En el 2011 disminuyó la cantidad negociada a 14 FF, pero el volumen sufrió un incremento anual de 26.9% (U\$S 66 millones). Y, durante el 2012 surge una disminución anual tanto en la cantidad (9 FF) y volumen negociado en -4.5% (U\$S 63 millones).

Momento 2) Periodo 2013- 2015: Regulado por la Ley 24.441, hasta el 01 de octubre del 2014, fecha en la cual se ve afectada por los alcances establecidos en el CCC que en algunos casos derogó algunos de sus artículos, de la misma manera, regulan en concordancia con la Ley N° 26.831, y las normas (N.T. 2013 y mod.) que mantienen el marco legal establecido las normas (N.T. 2001 y mod.) con la diferencia de que esta

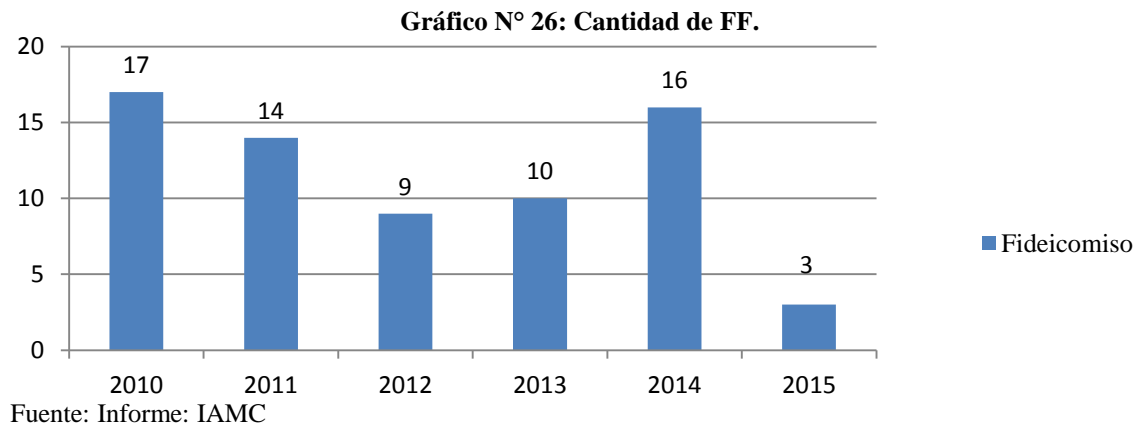
excluye a las micro empresas. Sin embargo, en el 2015 por Resolución General N° 640, al establecer el régimen especial PYME CNV, la sección XVII del Capítulo IV del Título V de las normas (N.T. 2013 y sus mod.) sufrió una reorganización, como a continuación se detalla:

- Es una política pública económica y sectorial, que busca abrir el mercado de capitales a los pequeños inversores, especialmente a las PyMEs, generando nuevos instrumentos de inversión y canalizando el ahorro con la financiación en el mercado de capitales.
- Es una política pública redistributiva, por tener como objetivo reorganizar y modificar en algún extremo lo regulado hasta el momento respecto a la constitución de programas globales y emisiones individuales de FF para el financiamiento de PyMEs, contenidas en las normas (N.T. 2013 y sus mod.), modificaciones trascendentales que a continuación se puntualiza:
 - i) Se mantiene tal como lo regula las normas (N.T. 2001) los incisos a), b), c), e), f) y g) del artículo 43.
 - ii) Modificación en el apartado i) del inciso d) del artículo 43, que a la letra dice: “Las operaciones tendrán como objeto el financiamiento de Pequeñas y Medianas Empresas (PYMES) que califiquen como PYMES CNV en los términos de la Sección I del Capítulo VI del Título II de estas Normas y/o MIPyMES -en los términos del artículo 1° de la Ley 25.300 y complementarias- debiendo, para este último caso, constar expresamente en el contrato o reglamento el marco global de emisión o contrato individual.”(subrayado propio). Se estableció así, una nueva obligación para los FCI que tienen como objeto financiar a MIPyMEs.
 - iii) Lo prescrito en el apartado iii) del inciso d), es lo que fue sustituido lo contenido en el apartado ii) del inciso d) de la regulación anterior (N.T. 2001 y mod.), que a la letra decía: “los suscriptores iniciales de los valores negociables fiduciarios asumirán la condición de fiduciantes.”, y con la reubicación en un nuevo apartado ha generado la creación de un nuevo apartado dentro del inciso d) (cuenta con cuatro apartados a diferencia de tres que tenía en la regulación anterior). De la misma, manera el inciso h) que estableció que debe presentarse los contratos

relativos a la emisión al quinto día de suscritos, fue reubicado del inciso k) de la regulación anterior (N.T. 2001).

- iv) En el artículo 44 se organiza los apartados h), j) e i) como apartados a), b) y c) respectivamente.

Tomando la última información pública disponible del IAMC, contenidas en el Gráfico N° 10 y en el Gráfico N° 26, muestran resultados de incrementos y disminuciones anuales de los volúmenes y cantidades negociadas: En el 2013 incrementó a 10 FF la cantidad negociada, sin embargo, tuvo una disminución anual de - 4.7% (U\$S 60 millones) el volumen negociado. Mientras tanto, en el 2014 incrementó a 16 FF la cantidad negociada, pero se mantiene la caída anual de - 11.7% (U\$S 53 millones) en el volumen negociado; finalmente en el 2015 sufre una drástica disminución la cantidad negociada a 3FF, manteniendo a tendencia bajista anual del volumen negociado en un - 35.8% (U\$S 34 millones).



Realizando un contraste con las modificaciones del año 2016 realizadas por las CNV, se describe a continuación:

- La Resolución General N° 655 del 10 de marzo del 2016, tomada como una medida indirecta incorpora la Sección XIX del Capítulo IV del Título V de las normas (N.T. 2013 y mod.) denominándolo “Fideicomisos Financieros destinados al financiamiento de PyMEs”, es una política pública económica, sectorial y redistributiva, que otorga facilidades especiales a las PyMEs, estableciendo expresamente los criterios distintivos para ser considerados FF destinados al financiamiento de PyMEs, de las cuales basta con reunir al menos una de ellas:

- i) El/los fiduciante/s deben calificar como PYMES CNV.
 - ii) Cuando uno de los fiduciantes no reúnan la condición de PYMES CNV, al menos el 70% del monto del activo fideicomitado (considerando su valor nominal) se encuentre conformado por derechos o créditos provenientes de operaciones celebradas con PYMES CNV.
 - iii) Y, en el caso de las emisiones con pluralidad de fiduciantes, al menos el 70% del monto del activo fideicomitado (considerando su valor nominal), se encuentre conformado por derechos o créditos transferidos por el/los fiduciante/s que califiquen como PYMES CNV y/o por derechos o créditos provenientes de operaciones celebradas con PYMES CNV.
 - iv) Que resulten constituidos en los términos de la Sección XVII del Capítulo IV del Título V de las normas (N.T. 2013 y mod.).
- La Resolución General N° 660 del 21 de abril del 2016, fue tomada como medida indirecta de la CNV, que resuelve sustituir la Sección XVII del Capítulo IV del Título V de las normas (N.T 2013 y mod.) denominándolo “Constitución de programas globales PyME”, excluyendo las emisiones individuales de FF para el financiamiento de PyMEs, simplificando la documentación que debe adjuntarse a solo cuatro:
- i) El Contrato o reglamento marco global.
 - ii) El Prospecto de Programa, consignando que los FF que se constituyan serán exclusivamente para financiar entidades PyME CNV, por ello deben llamarla FF "PyME".
 - iii) Copia certificada del acta del Fiduciario mediante la cual se resuelve la constitución del Programa Global PYME.
 - iv) Declaración jurada suscripta por el representante legal del/los fiduciante/s y del fiduciario respecto del encuadramiento del/los fiduciante/s como PYME CNV.

La simplificación de la documentación resulta muy útil ya que hace más clara y entendible el proceso de constitución de programas globales PyME, sin embargo, por la falta de difusión no ha tenido gran impacto de las PyMEs, mostrando un nulo interés en

participar en el mercado de capitales, como se observa en la última información disponible por el IAMC, http://iamcmmediamanager.prod.ingeccloud.com/MediaFiles/IAMC/2016/9_12/0/7/134/493213.pdf, donde no se ha registrado ninguna emisión hasta el mes de julio del 2016.

Todos los resultados obtenidos en ambos momentos, muestran que el FF es el instrumento que más PyMEs financia, después del cheque, mostrando una respuesta positiva al uso de FF, pero no resulta lo suficientemente atractivo a las PyMEs para incursionar en el mercado de capitales. Es decir, las políticas públicas no han alcanzado los objetivos que se trazaron, puesto que, las PyMEs no distinguen a los FF como un medio de financiamiento factible (puesto que la mayoría desconoce que esta herramienta básicamente a les permite asociarse de forma sectorial o regional a efectos de bajar los costos fijos y disminuir por dispersión el riesgo. Puesto que la PyME al conformar un fideicomiso, hace que ésta pueda acceder a mejores calificaciones de riesgo y emitir títulos valores garantizando su pago con el flujo de fondos generado por esos activos específicos, generando un menor costo de financiamiento para la emisión. Además, los costos para grupos de empresas son menores a los de una emisión individual), ello generado en un primer momento por la abundante y algunos casos redundante regulación mostrando ello un desorden y por ende, trae confusión e incertidumbre en las PyMEs que quisieran invertir o financiarse en el mercado de capitales lo cual fue en algún punto subsanado por la última modificación del 2016. Encontrándose la debilidad de la apolítica publica en el mínimo nivel de educación bursátil de las PyMEs, por ello requiere de adecuado un programa de difusión, de esa manera se logrará incrementar su participación.

a.3.g. Emisión de acciones.

Otro instrumento financiero a disposición de las PyMEs, son las emisiones de acciones enmarcadas por el Decreto N° 1087/93 y el Decreto N° 319/08, que dentro de “el periodo” ha regulado en forma conjunta con otros cuerpos legales, para ello se diferencia en dos momentos:

Momento 1) Durante el 2010-2012: Regulada conjuntamente con la Ley N° 17.81 y las normas (N.T. 2001 y mod.), estableciendo en última modificación Resolución General N° 527 del 13 de mayo del 2008, que el registro ante la CNV de toda PyME para colocar y negociar sus acciones en el ámbito de las entidades autorreguladas, implica la

autorización automática para hacer oferta pública de las acciones representativas de su capital, en tanto no se altere su calificación como PyME y cumpla el régimen informativo al que está sujeto.

Momento 2) Durante 2013-2015; Regulada de forma complementaria con la Ley N° 26.831 y las normas (N.T. 2013 y mod.), con las cuales se implementa un régimen ordinario y especial para la emisión de valores negociables de PyMEs, pero dicha regulación no fue de manera específica respecto a la emisión de acciones. Sin embargo, en el 2015 se dio una gran modificación mediante la Resolución General N° 640, estableciendo el régimen especial PYME CNV, adjuntando el Anexo III, el Prospecto de Oferta Publica de PyMEs por acciones, como guía base puesta a disposición de todas las PyMEs interesadas en emitir acciones.

De acuerdo a la última información pública disponible de la CNV, la emisión de acciones como instrumento ha sido muy poco utilizada, tal como se observa en el Gráfico 10, que muestra las emisiones realizadas en “el periodo”, resultado una sola emisión tanto en el 2011 como en el 2012, obteniendo un financiamiento de U\$D 6.4 millones y U\$D 4.5 millones respectivamente. Resultados que reflejan el poco interés de las PyMEs en emitir acciones, ya que al ser sociedades cerradas prefieren mantenerse bajo esa estructura societaria, sin permitir el ingreso de terceros.

a.3.h. Fondo Fiduciario ASISTIR.

El Ministerio de Economía, desarrolló como política pública la creación del Fondo "Asistir" PyME, creando a la vez un fondo fiduciario, con la intención de desembolsar anualmente \$ 15 millones en el mencionado fondo para beneficiarlas. Programa que en algún momento fue considerada como una “una subvención” para las PyMEs en la entrevista dada por el ex Ministro de Economía y Finanzas Públicas, Axel Kicillof al diario “Clarín” el 26 de agosto del 2015 (disponible en: http://www.ieco.clarin.com/economia/Kicillof-anuncio-medidas-Pymes-financiarse_0_1419458267.html). La operatorio (funcionamiento de la financiación) se da firmando un contrato denominado underwriting por medio del cual el fiduciario se obliga a prefinanciar, títulos valores emitidos por la sociedad, para su posterior colocación. Identificándose los siguientes aspectos:

- Es una política pública económica y sectorial, puesto que afecta directamente a un sector determinado (PyMEs). Al evaluar que el monto estimado de fondeo para la primera colocación PYME oscila entre \$100 y \$500 millones anuales.
- Es una política pública redistributiva, ya que este fondo se orienta a otorgar las siguientes facilidades a aquellos que se encuentren dentro del régimen especial PYME CNV, con el objetivo de apoyar a proyectos elaborados por las PyMEs, aprobados previamente por la Secretaria de finanzas y política económica, en conjunto con la CNV, para calificar a las siguientes posibilidades:
 - i) Financiar los costos de salida asociados a la primera emisión (colocación) de financiamiento PYME CNV bajo el siguiente esquema:



Es decir, cuando las PyMEs quieran emitir algún instrumento financiero, será la CNV la que va a costear los pagos que se tiene que cubrir para la primera emisión, en caso de aplicar y que sea elegido para esto.

- ii) Asegurar la colocación firme, en el mercado primario hasta 100% de cada emisión primaria. Esto significa que el fiduciario asegura la compra de los valores negociables que emite la PyME a través de una suscripción, con el objetivo de hacerle mercado a esa colocación, en caso que el sector privado no de la respuesta esperada.

Respecto al dinero destinado para las emisiones, van a ser devueltos una vez que se consigan los fondos, es decir, la PyME beneficiada reintegrará los costos de emisión financiados por el fiduciario, en relación al resultado de la primera colocación. Por ejemplo, si el 100% de la emisión inicial es suscripta por el Fondo Asistir, la PYME CNV recibirá el desembolso neto del 100% suscripto menos los costos de emisión inicialmente financiados por el Fondo Fiduciario, quiere decir, que el financiamiento de costo se cancela con el resultado de la primera colocación.

La creación de este fondo es un excelente instrumento, que logrará impulsar la participación de las PyMEs, pero requiere la complementación de una asistencia técnica adecuada en la elaboración o desarrollo de proyectos de inversión, y de esta manera accedan las PyMEs al financiamiento que precisan.

a.3.i. Oficina Asistencia PYME.

La CNV por Resolución General N° 641 del 26 de agosto del 2015, crea la “Oficina de Asistencia Financiera a PyMEs”, la cual cuenta con las siguientes funciones:

- Difundir información (beneficios y características) del mercado de capitales argentino a las PyMEs.
- Ofrece asistencia técnica a las PyMEs de manera directa, sea de modo presencial u otros canales de comunicación, y así lograr obtener la autorización de oferta pública de valores negociables tramitada ante la CNV, mercados o Bolsas autorizadas.
- Implementa cursos tanto presenciales o virtuales especiales para PyMEs, sobre temas relacionados con el ingreso y autorización de Oferta Publica. Para lo cual la CNV puso en marcha en su portal de web oficial la entrada al Portal PYME el cual contiene información sobre el régimen PYME CNV.
- Brindar servicios con alcance nacional y federal.
- Actualizar progresivamente la información relativa al mercado de capitales y difundirlo entre las PyMEs que están actualmente dentro del mercado de capitales o estén interesados en ingresar.
- Proponer cambios normativos que detecten, para así facilitar el ingreso de nuevas PyMEs al mercado.

Por otro lado, la “Oficina de Asistencia Financiera para PyMEs”, como política pública muestra los siguientes rasgos:

- Es una política pública económica y sectorial, puesto que contribuye al proceso de democratización y federalización del conocimiento financiero, dirigido específicamente para PyMEs. Por ende, busca:

- i) El desarrollo de las PyMEs y fortalecer su gestión.
 - ii) Contribuir con el entrenamiento de los trabajadores, produciendo una cadena de enseñanza en el lugar que opere y al cual se integra, sumando a la consolidación empresarialmente las PyMEs.
- Es una política pública redistributiva, al otorgar ciertas ventajas especiales a las PyMEs, fundadas en el inciso c) artículo 1 de la Ley N° 26.831, ya que tiene como uno de sus objetivos fundamentales de “Promover el acceso al mercado de capitales de las pequeñas y medianas empresas”.

En resumen, la política pública pone al alcance una asesoría gratuita en materia financiera, contable y legal a las PyMEs interesadas en ingresar a la Oferta Pública, brindando aquellos servicios que antes se debían contratar de manera privada. Ayudándolos a definir la forma adecuada de acceder al mercado de capitales, siendo la primera vez que participan en la emisión.

a.4. Descripción de las políticas públicas PyMEs implementadas por la Secretaría de Emprendedores y de la Pequeña y Mediana Empresa - SEPYME.

La SEPYME se encuentra sujeta bajo la órbita del Ministerio de Producción. Creada en setiembre de 1997, con el objeto de orientar, apoyar y asistir a las PyME en su capacitación, financiamiento, búsqueda de mercados, identificación de nichos, reconversión empresarial, mejoras a la calidad, eliminación o disminución de sobrecostos, modernización tecnológica y promoción de modernas formas de asociación empresarial, elaborar e implementar políticas PyMEs en Argentina, orientadas hacia el mercado interno y la integración regional, ellos relacionados con la competitividad internacional y la promoción de exportaciones, y objetivos sociales (redistribución de ingresos y creación de empleos).

Para que una empresa se pueda acreditar el carácter de micro, pequeña o mediana empresa, de acuerdo a los parámetros (el nivel máximo de valor de las ventas totales anuales, excluido el Impuesto al Valor Agregado y el impuesto interno que pudiera corresponder) que se detallan en la Resolución 24/2001 expedida por la ex Secretaria de la Pequeña y Mediana Empresa del ex Ministerio de Economía. La cual, la SEPYME,

modificó mediante Resolución 39/2016, publicada el 16 de junio del 2016. Que establece la caracterización y acreditación del carácter de MIPyMEs, siendo necesaria a los efectos de optar por el pago trimestral del IVA (Política pública implementada por el PEN, denominada “**Alivio fiscal**”, por la cual la obligación del pago del Impuesto al Valor Agregado (IVA) será diferida de 30 a 90 días, permitiendo al universo de las PyMEs disponer de \$4.700 millones de mayor liquidez financiera para capital de trabajo. El 68% de las PyMEs recibirá en forma automática un certificado de no retención del IVA, mientras que para el resto habrá requisitos más flexibles, para mayor información sobre el tema <http://www.afip.gob.ar/pymes/#ver>) y para gozar de los beneficios de la Ley de Promoción de las Inversiones de las Empresas PyME, u otros beneficios que otorguen esta Secretaría, ni podrán ser avaladas por una SGR. Que a continuación se describirán brevemente.

a.4.a. Fondo Nacional del Desarrollo de la Micro, Pequeña y Mediana Empresa” – FONAPYME.

Política pública de alcance nacional, instrumentado a través del Ministerio de Producción, y regulada en el 2000 dentro del Título II de la Ley N° 25.300, como una política pública necesaria para mejorar el acceso al financiamiento por parte de las MIPyMEs, con el propósito es fomentar inversiones destinadas a mejorar la capacidad productiva, sustituir importaciones y mejora de procesos.

El Fondo Concede a aquellas MIPyMEs manufactureras y transformadoras de productos industriales, prestadoras de servicios industriales, agroindustriales, construcción, mineras y de software; con más de 2 años de antigüedad, que no cuenten con recursos propios suficientes para auto financiarse o no sean susceptibles de ser financiados a través del sistema bancario, y cumplan lo establecido en las disposiciones reglamentadas por la resolución N° 24/01, sus modificatorias y complementarias. Otorga a través de un FF, créditos de mediano y largo plazo para proyectos, a una tasa de interés menor a la del mercado.

El programa FONAPYME opera mediante Convocatorias Públicas (con fechas de apertura y cierre) vía online (formulario: http://sepyme.produccion.gob.ar/dna2bpm/financiamiento/financiamiento/mostrar_formula_rio/form_entrada/ORIU/57dcc0590ac6950f5a7b23cb) o presentando los proyectos en las

oficinas del FONAPYME de la Subsecretaría de Financiamiento de la Producción. Dichos proyectos pueden ser de los siguientes tipos:

- De producción estratégica: La cual financia bienes de capital nuevos, construcción e instalaciones. Durante el año 2016 se financia hasta el 70% del costo total del proyecto, por un monto va desde \$100.000 hasta un límite de \$3,000.000, con una tasa fija de 16% en pesos los primeros 36 meses, luego variable (BADLAR, máximo 20% y mínimo 12 %), por un plazo máximo de hasta 84 meses, con periodo de gracia: hasta 12 meses. La convocatoria tiene como fecha de cierre hasta el 30 de diciembre de 2016 o hasta agotar el cupo de fondos. (para ver más información visitar: <http://www.produccion.gob.ar/wp-content/uploads/2016/03/Convocatoria-Produccion-Estrategica.pdf>).
- De fortalecimiento competitivo: Que financia capital de trabajo (materias primas, salarios, gastos operativos). Durante el año 2016 se financia hasta el 100% del costo total del proyecto, por un monto va desde \$100.000 hasta un límite de \$1,500.000, con una tasa fija anual de 18% en pesos, por un plazo máximo de hasta 36 meses. La convocatoria tiene como fecha de cierre hasta el 30 de diciembre de 2016 ó hasta agotar el cupo de fondos. (para ver más información visitar: <http://www.produccion.gob.ar/wp-content/uploads/2016/03/Convocatoria-de-Proyectos-Fortalecimiento-Competitivo.pdf>).
- De eficiencia energética: La cual financia proyectos cuyo desarrollo determine una mejora objetiva de eficiencia energética. Durante el año 2016 se financia hasta el 70% del costo total del proyecto, por un monto va desde \$100.000 hasta un límite de \$2,000.000, con una tasa fija anual de 9% en pesos, por un plazo máximo de hasta 84 meses, con periodo de gracia: hasta 12 meses. Las convocatorias tienen como fecha de cierre 31 de marzo de 2016, 29 de abril de 2016, 31 de mayo de 2016 y 30 de junio de 2016. (para ver más información visitar: <http://www.produccion.gob.ar/wp-content/uploads/2016/03/Convocatoria-de-Proyectos-Eficiencia-Energetica.pdf>).

Cabe resaltar que a la fecha existe alrededor de 67 Agencias de Desarrollo Regional que brindan atención personalizada del FONAPYME de acuerdo a la última información pública disponible del Ministerio de Producción.

a.4.b. Fondo de Garantía para las MIPyMEs.

Es una política pública regulada dentro del Título II de la Ley N° 25.300, ayudar a la consolidación del Sistema de las SGR y Fondos de Garantía existente en Argentina. Otorgando garantías en respaldo de las MIPyMEs para que puedan acceder a créditos, reduciendo el riesgo crediticio de las SGR/ Fondos de Garantía a través del reafianzamiento de garantías ya emitidas para incrementar su capacidad de otorgamiento de nuevas.

Y operan de la siguiente manera: Aquellas MIPyMEs que necesiten una garantía para presentar ante alguna entidad financiera donde estén gestionando un crédito, deberán contactarse con el Equipo de Análisis del FOGAPYME. Este equipo analiza la propuesta de acuerdo a criterios de minimización de riesgo financiero y fomento de desarrollo industrial de las MIPyMEs. Una vez seleccionada la operación crediticia, el Fondo reafianza la operación mediante convenios suscriptos con SGR o Fondos de Garantías que finalmente son quienes suscriben la garantía con la entidad financiera que otorga el crédito. Se debe tener en cuenta que los reafianzamientos se establecen para créditos de más de 2 años de duración.

a.4.c. El Régimen de Bonificación de Tasas.

Es una política pública que busca mejorar del costo del crédito que enfrenta la PyME para financiar sus proyectos de inversión y capital de trabajo. Este régimen permite a las PyMEs acceder a financiamiento con tasa bonificada y reducirse en hasta 6 puntos.

Opera de la siguiente manera: La Subsecretaria de Financiamiento de la Producción, adjudica cupos de crédito a Entidades Financieras a través de licitaciones o convenios específicos. Ello permite a las PyMEs tramitar el crédito en los bancos partícipes de la operatoria, los cuales efectuarán el respectivo análisis crediticio de la empresa y en caso de calificar positivamente, se le otorgan préstamos a tasa bonificada.

Las MIPyMEs podrán iniciar el proceso de solicitud de crédito con tasa de interés bonificada a través del sistema online (formulario: <http://dna2.produccion.gob.ar/dna2bpm/formentrada>).

a.4.d. La Línea de Crédito a la Inversión Productiva.

Política pública vigencia desde 2012, cuya normativa exige canalizar el 5% de los depósitos bancarios en la forma de créditos para inversión productiva fijando tasas y condiciones de implementación.

De acuerdo a la información publicada el 10 de mayo del 2016 en el portal de Ministerio de Producción. Se amplió el cupo prestable de la Línea de Créditos de Inversión Productiva del 14 al 15.5%. El incremento implicaría \$63.000 millones adicionales. Asimismo, se amplió el acceso al financiamiento de corto plazo que pasa del 30% al 50% del cupo.

Además, a través del Banco de Inversión y Comercio Exterior (BICE), se crea la línea “Mi Primer Crédito” para todas las PyMEs que nunca accedieron a un financiamiento. Este programa consiste en una asistencia integral combinando asistencia técnica, contable y financiera.

a.4.e. Programa Nacional para el Desarrollo de Parques Industriales Públicos en el Bicentenario-PyMEs.

Política pública desarrollada con el objetivo de impulsar la radicación y el desarrollo de las MIPyMEs, otorgando bonificaciones parciales de la tasa de interés nominal anual que establezcan las entidades financieras por préstamos. Su operatoria consiste en que una MIPyME que radica o que solicitó un crédito a fin de radicar dentro de Parques Industriales Privados, Públicas o Mixtos y que resulte sujeto de crédito para el Banco, demás, debe cumplir con los siguientes parámetros:

- Que destine los fondos para:
 - i) Inversiones o adquisición de bienes de capital: Comprendiendo supuestos tales como construcción edilicia, instalaciones, maquinaria y equipos, y tecnología para la radicación de la empresa o su ampliación. El monto bonificable es cubrir hasta el 100 % de la inversión, hasta el monto máximo de \$7,000.000, con un plazo de hasta 5 años, que tiene un periodo de gracia de hasta 12 meses, incluidos en el plazo de la operación, y sólo para capital.

- ii) Capital de trabajo incremental asociado a la inversión: hasta el 20 % del total de la inversión, incluye gastos de mudanza. El monto bonificable es de hasta el 20 % del importe de la inversión.
- Gozarán de bonificaciones adicionales siempre que encuadren en los requerimientos siguientes:
 - i) Aquellas empresas que no hubieran recibido asistencia financiera de Entidades Financieras en los últimos 12 meses desde la solicitud de crédito serán beneficiarias de la bonificación adicional por “Inclusión Financiera” por un monto superior a \$1,000.000.
 - ii) Aquellas empresas con Proyecto de Inversión a desarrollarse en las provincias incluidas en el “Plan Belgrano Productivo”, serán beneficiarias de la bonificación adicional.
 - iii) Las empresas deberán contar con una Declaración de Elegibilidad emitida por SEPYME para acceder al beneficio de la Bonificación de tasa. Se expresa la tasa de interés a pagar sin considerar la bonificación adicional por Inclusión Financiera o Plan Belgrano Productivo. En ningún caso la bonificación podrá superar 6 %.

Para participar en el programa, se debe tramitar el certificado de elegibilidad, ante la Dirección de Parques Industriales, pero es la Subsecretaria de Financiamiento de la Producción realizará la evaluación de la documentación. Sin embargo, la declaración de elegibilidad a los efectos de calificar para solicitar un crédito con tasa bonificada por el Ministerio de Producción, será notificada al empresario solicitante y al Banco, a los efectos de que inicie la gestión del crédito ante la sucursal del Banco señalada.

a.4.f. Régimen de crédito fiscal para capacitación PyME.

Política pública que permite a las PyMEs obtener reintegros hasta el 100% del monto destinado a las actividades de formación de sus recursos humanos, ya sea en actividades abiertas, dictadas en instituciones públicas o privadas; o cerradas, como cursos a medida de la empresa. El beneficio dependerá del curso realizado, el domicilio productivo de la PyME y si la actividad está incluida dentro de las cadenas de valor del Plan Estratégico Industrial 2020 (ver texto completo en:

http://www.trabajo.gob.ar/downloads/formacioncontinua/plan-estrategico-argentina-2020_f-continua.pdf). Siguiendo las etapas establecidas por el Ministerio de Producción

(Presentación del proyecto, evaluación del proyecto, aprobación y ejecución de la capacitación y rendición de cuentas y reintegro). El beneficio se hace efectivo a través de la emisión de un certificado de Crédito Fiscal (bono electrónico) aplicable a la cancelación de impuestos nacionales.

a.4.g. Programa “Expertos PyME”.

El objetivo del programa es brindar a PyMEs, posibilidad de financiar total o parcialmente los honorarios de Expertos en asesoramiento técnico y organizacional. Haciendo posible un diagnóstico totalmente gratuito y la implementación de un plan de mejoras (el Experto realiza un seguimiento en el tiempo de los resultados de las iniciativas implementadas), mediante la oferta de una base de profesionales con experiencia en distintas áreas, teniendo el Experto como tarea principal involucrarse en la realidad de la empresa para transmitir sus conocimientos de manera tal que puedan ser utilizados en futuros desafíos.

Para acceder al programa debe no solo calificar como PyME de acuerdo a las normas de la SEPYME, sino también debe estar categorizada como PyME por AFIP, quien le asignará un número verificador que deberá conservar al momento de solicitar participar en el programa. Además, deberá cumplir los siguientes requisitos básicos: radicadas en la República Argentina, tener un mínimo de 6 meses de facturación en la actividad declarada, estar inscripta ante la AFIP y por último, tener al menos un empleado en relación de dependencia en su nómina. La operatoria del programa pasa por las siguientes etapas:

- Etapa de prediagnóstico: Solicitada la asistencia previo llenado del formulario vía online, se envía un Experto generalista, quien en un tiempo de 8 horas, identifica que área es conveniente abordar o si se deba tomar otra herramienta de la SEPYME.
- Etapa de Diagnóstico: en esta etapa un Experto especialista en el área detectada en la etapa anterior realiza una evaluación detallada y plantea posibles acciones de mejora, en un tiempo aproximado de 8 horas, finalizando con la presentación de un informe al cual se adjunta un Plan de Mejoras.

- Etapa de Plan de Mejoras: En esta instancia, se implementarán las recomendaciones propuestas en la etapa previa, con la asistencia de un Experto específico. Esta etapa tiene un tiempo asignado máximo de 190 horas.

Cabe indicar que las visitas realizadas por los Expertos deberán ser validadas por el responsable de la empresa, quien calificará la asistencia recibida en base a una encuesta de satisfacción.

a.5. Políticas Públicas PyMEs desarrolladas por otras instituciones.

a.5.a. Programa de Recuperación Productiva -Ley N° 27.264.

Sancionada el 13 de julio del 2016, la cual faculta a al Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social a realizar todas las acciones necesarias para que el acceso a los beneficios del Programa de Recuperación Productiva pueda realizarse mediante trámite simplificado para las MIPyMEs, adoptando todas las medidas necesarias para que el acceso a los beneficios se haga efectivo con celeridad. Entre los puntos más resaltantes de la Ley encontramos:

- Se establece un Nuevo marco tributario para las PyMEs: Se les da estabilidad tributaria hasta 2018. Se eliminación del impuesto a la Ganancia Mínima Presunta para PyME a partir de 2017. Se aplica la compensación del Impuesto a los Créditos y Débitos Bancarios. El pago del IVA será a 90 días. Se aplica compensación de saldos vía bono fiscal y la simplificación administrativa vía AFIP.
- Fomento a las inversiones: Desgravación del impuesto a las ganancias, hasta el 10% de las inversiones realizadas, y tope de ventas del 3% en el caso de las industrias manufactureras MIPyMEs y Se establece un régimen especial de fomento a la inversión para las MIPyMEs, por sus créditos fiscales en el IVA con un cupo de 5 mil millones de pesos.
- Programa de Recuperación Productiva: Se busca ayudar económicamente a las PyMEs en crisis. Se eleva los montos de asistencia en un 50%. Y, se simplifica los trámites administrativos.

- Promoción de la Competitividad PyME: se crea el Consejo de Competitividad PyME con participación público-privada en el ámbito de la SEPYME. Y. se establece la actualización anual de la definición PyME.
- Más opciones de financiamiento: El aumento de garantías, vía Fondo de Garantías PyME. Se establece el régimen de bonificación de tasas a las provincias del Norte argentino comprendidas dentro del Plan Belgrano. Se establecen nuevos instrumentos para que las pyme puedan acceder al mercado de capitales: Se permite que las SRL puedan emitir ON. Se amplía el régimen de bonificación de tasas a entidades no financieras y a PyMEs que emitan instrumentos de deuda bajo régimen de oferta pública. y, se instrumenta el pagaré bursátil.
- Se fortalece la red de agencias de desarrollo productivo, incorporando las agencias de desarrollo municipales.

a.5.b. Inciso K.

El Inciso K surgió a partir del Plan Estratégico Nacional de Seguros 2012-2020 desarrollado en octubre del 2012, conocidas como “inversiones productivas” o “destinadas a la economía real” (desarrolladas y tomadas como una especie de auxilio a la actividad económico y financiera), fueron lanzadas por la entonces presidente Cristina Fernández, al quedar incorporada la actividad aseguradora a la agenda del Estado.

El inciso K, no fue una medida aislada sino que estaba alineada con los objetivos de la legislación como las que regulan las inversiones del Fondo de Garantía de Sustentabilidad de la ANSES y la Línea de Créditos para la Inversión Productiva del BCRA. En si la política “inciso K” buscó redireccionar un porcentaje de inversiones a instrumentos que financien la economía real, para lo cual se ha implementado las siguientes reglamentaciones:

El Ministerio de Economía y Finanzas Públicas mediante la Resolución N° 37.163 del 22 octubre del 2012, y sustituye el punto 35 del Reglamento General de la Actividad Aseguradora (en adelante RGAA), incorporando el inciso “k”, dictada en armonía con las Resoluciones Conjuntas MECON/MIN N° 620/2012 y 365/2012, y posteriormente ha sufrido diversas modificaciones Resolución N° 38.186/2014, Resolución SSN N° 39.433/015, Resolución General SSN N° 39.438/2015, Resolución SSN N°

39.531/2015, Resolución N° 39.566/2015 y por último, la Resolución N° 39.645 del 15 de enero del 2016, la cual modificación radicalmente la política pública “Inciso K” del punto 35.8.1 del RGAA, al convertirla en voluntarias las inversiones productivas, eliminando los pisos y habilitando un cronograma para que las aseguradoras liquiden sus instrumentos “k”. Logrando identificar los siguientes aspectos:

- Afecta directamente a todos los FCI PyME, Productivos de Economías Regionales e Infraestructura; y de Proyectos de Innovación Tecnológica, Activos u otros Valores Negociables cuya finalidad sea financiar proyectos productivos o de infraestructura a mediano y largo plazo en la República Argentina.
- Las aseguradoras generales, de seguros de vida, las entidades reaseguradoras y entidades de seguros de retiro, podrán invertir hasta un máximo de 30% del total de las inversiones (excluido inmuebles).y por otro lado, las entidades aseguradoras de Riesgos de Trabajo podrán invertir hasta un máximo del 20% del total de las inversiones (excluido inmuebles).
- Se establece el cronograma para que las entidades aseguradoras dispongan total o parcialmente de sus inversiones “k”: hasta 15% del valor total de estas inversiones al 30/06/2016, 40% al 31/12/2016, al 65% al 30/06/2017, 100% al 31/12/2017.

Las aseguradoras tienen en si la opción de vender sus activos “K”, en cuotas y ya no tendrán que limitar sus bonos en dólares. Los fondos podrán valorar sus activos al contado con liquidación y se les prorrogó el tope en PyMEs.

- Se eliminó al Comité de Elegibilidad.

No hay datos exactos del volumen de las inversiones del inciso k). La última información oficial disponible (balances al 30 de junio 2016 ppdo, información contenida en: <http://www.elseguroenaccion.com.ar/wp/?p=11471>), determina que las inversiones de las aseguradoras alcanzaban casi los \$164 mil, y las de las reaseguradoras algo más de 5 mil millones de pesos. El total consolidado (casi 169 mil), permite estimar que el inciso k) ronda actualmente los \$24.000 millones y \$25.000 millones.

Se puede concluir que el Inciso “k” no fue una medida equivocada, sino que estuvo incorrectamente administrad, puesto que considerar al mercado asegurador, como

inversor o proveedor de capitales para proyectos de infraestructura y productivos, no es una mala estrategia, el meollo del asunto es como se administra. Muestra de ello, fue que en la aplicación práctica, el Inciso K se empezó a desvirtuar como lo señaló Alejandro Asenjo, gerente general del Grupo Asegurador “La Segunda”, en el dialogo que mantuvo con la ON24 el 27 enero 2016, e indicó: “YPF absorbió el 80% de todos los activos destinados a la producción e infraestructura. Es decir, si el mercado asegurador tenía en activos líquidos casi US\$ 10.000 millones, en Inciso K fueron US\$ 1.800 millones y el 80% estuvo concentrado en una sola actividad”. Por ello, la modificación, generará en las PyMEs una gran preocupación, por ser este el medio (“el inciso K”) por el cual canalizaban ON, CPD (en los FCI), etc., que ahora tienden a desaparecer.

a.5.c. Financiamiento “ANR PATENTES”.

Política pública que pertenece al Fondo Tecnológico Argentino (en adelante FONTAR), del Ministerio de Ciencia, Tecnología e Innovación Productiva brinda apoyo financiero para la preparación y presentación de solicitudes de patente de invención y de modelos de utilidad en el país o en el exterior.

Los beneficiarios de los aportes no reintegrables (hasta el 80% de los gastos elegibles los cuales no podrán superar las sumas del equivalente en pesos a: USD 5.000 para la preparación y presentación de las solicitudes de patente en Argentina y USD 75.000 para la preparación y presentación de las solicitudes de patente en otros países, siempre que sean miembros del BID) para cubrir parte de la inversión, podrán ser las PyMEs, personas físicas e instituciones científicas públicas y/o privadas sin fines de lucro, cuyo objeto principal sea la investigación en ciencia y tecnología.

El solicitante que presenta el proyecto en cualquier momento del año, y cuya idea sea considerada elegible, deberá presentar posteriormente los formularios de ANR PATENTES definitivos antes el FONTAR. Los ANR PATENTES tendrán un plazo máximo de ejecución propuesto de 18 meses.

Es una política pública interesante ya que se busca incentivar la participación de las PyMEs en el campo tecnológico, contribuyendo de esa manera a su desarrollo y facilitando su inclusión en el mercado nacional y porque no decir internación.

b. Conclusiones sobre la evaluación de las políticas públicas PyMEs desarrolladas en el mercado de capitales argentino durante el periodo 2010-2015.

En base a los datos analizados de cada una de las políticas públicas en “el periodo” nos permite establecer las siguientes conclusiones:

- La CNC como ente regulador ha desarrollado e implementado diferentes políticas públicas PyMEs durante “el periodo”, sin embargo, no se han hecho públicas sus pertinentes evaluaciones si las han realizado. Sin embargo, se debe precisar que si hacen público los informes semanales, mensuales y anuales de todas las negociaciones que se desarrollan en el mercado de capitales, pero que en ningún extremo encajan en algún tipo de evaluación de políticas públicas.
- El régimen PYME CNV, ha implicado significativamente en muchos extremos el acceso para las PyMEs al mercado de capitales, sin embargo, al mes de abril del 2016, se han registrado un total de 160 PyMEs (100%) en régimen de oferta pública, de las cuales solo 49 PyMEs (30%) se encuentran inscritas y activas, es decir que han utilizado en algún momento un instrumento financiero y aún pueden negociar, 6 PyMEs (4%) se encuentran tramitando su inscripción para ingresar al régimen PYME CNV, y, 105 PyMEs (66%) que han optado por retirarse del régimen, por ende ya no pueden negociar en el mercado de capitales, lo cual indica que no la consideran una buena fuente de inversión. Resultando incongruente con la realidad que un número de 49 PyMEs activas en el régimen PYME CNV por lo tanto no es un dato positivo.
- El régimen de Cheque de Pago Diferido, ha permitido que el CPD sea considerado como el instrumento financiero más utilizado por las PyMEs durante “el periodo”, ello mostrando que el CPD como instrumento financiero es eficiente al cumplir su objetivo de uso, sin embargo, no generó mayor incorporación de PyMEs al mercado de capitales, es decir, no se muestra atractivo para las PyMEs del mercado interno argentino.
- El Pagaré como instrumento financiero dentro de “el periodo”, ha sido utilizada solo una vez, dada la escasa regulación sobre el régimen. Situación que cambia con la regulación del Nuevo Régimen Especial del Pagaré en el 2016. Sin embargo, con los resultados obtenidos entre 2010-2016, muestran que tanto las cantidades y volúmenes

negociados no guardan ninguna relacion respecto a su incremento y la disminuci3n, una frente a la otra. Aun existiendo poco interés por parte de las PyMEs, por ello no la miran como fuente de financiamiento, impidiendo se incremente su participaci3n en el mercado de capitales.

- El régimen especial de los títulos de deuda (obligaciones negociables) de las PyMEs, su objetivo de uso como instrumento financiero durante el “el periodo” han disminuido, mermando su eficiencia. Por otro lado, tampoco no ha logrado incrementar participaci3n de las PyMEs dentro del mercado de capitales.
- Al no haber datos p3blicos del registro de FCI PyMEs autorizados en el mercado de capitales, la evaluaci3n se ha centrado sobre que porcentaje del patrimonio de los FCI se invierte en instrumentos PyMEs, los cuales registran un incremento considerable, y pese a la última modificaci3n del régimen en marzo del 2016 (desinversi3n) el volumen negociado en los primeros 6 meses (\$ 61,904 millones) ha sido considerable ya que casi alcanza al total anual negociado en el 2015 (\$ 87,601 millones), por tanto, que es positiva la reacci3n de los FCI frente a los instrumentos PyMEs, es decir, es atractiva para los FCI, punto que no es aprovechada correctamente por las PyMEs.
- La emisi3n de acciones como instrumento de financiamiento ha sido muy poco utilizada por las PyMEs, ya que solo se registr3 dos emisiones durante “el periodo” en el 2011 como en el 2012, obteniendo un financiamiento de USD 6.4 millones y USD 4.5 millones respectivamente. Motivado por la decisi3n de las PyMEs de mantenerse como sociedades cerradas, sin permitir el ingreso de terceros.
- Los Fideicomiso Financieros, de acuerdo a los resultados obtenidos dentro de “el periodo” es el instrumento que más PyMEs financia, después del cheque, ello, muestra una respuesta positiva al uso de FF por parte de las PyMEs, pero no resulta lo suficientemente atractivo a las PyMEs para incursionar en el mercado de capitales, por la abundante y algunos casos redundante regulaci3n mostrando ello un desorden y por ende, trae confusi3n e incertidumbre en las PyMEs que quisieran invertir o financiarse en el mercado de capitales.
- Creaci3n de la Oficina Asistencia PYME, polítiica p3blica que pone al alcance una asesoría gratuita en materia financiera, contable y legal a las PyMEs interesadas en

ingresar a la Oferta Pública, brindando aquellos servicios que antes se debían contratar de manera privada. Ayudándolos a definir la forma adecuada de acceder al mercado de capitales, siendo la primera vez que participan en la emisión. Sin embargo, a la fecha no hay información que demuestre como se desarrolla el trabajo (labor) dentro de dicha oficina, la misma que es de suma importancia, ya que permitiría saber si cumple su objetivo de contribuir a incrementar la participación de las PyMEs en el mercado de capitales. Pero contrastando con la cantidad de PyMEs registrados activos, se puede concluir que no cumple dicho objetivo.

- Fondo Fiduciario ASISTIR, La creación de este fondo es un excelente instrumento, que logrará impulsar la participación de las PyMEs interesadas a ingresar al mercado de capitales, puesto que, pone al alcance una asesoría gratuita en materia financiera, contable y legal, brindando aquellos servicios que antes se debían contratar de manera privada. Ayudándolos a definir la forma adecuada de acceder al mercado de capitales, siendo la primera vez que participan en la emisión.

III. CONCLUSIONES.

El desarrollo de todo lo investigado ha permitido reconocer la realidad que afrontan las PyMEs en su intento de buscar financiamiento dentro del mercado de capitales argentino, así como la problemática de las políticas públicas que implementan instrumentos financieros en dicho mercado, y por ende, arribar a las siguientes conclusiones, en base a las interpretaciones y contrastes que se realiza entre el marco teórico, regulación e información estadística pública disponible, sobre los mismos:

- La regulación argentina define y clasifica las MIPyMEs bajo un criterio cuantitativo de las ventas totales anuales que deberán ser acreditadas por la empresa mediante la declaración jurada de ventas que se presentará a través del servicio con Clave Fiscal denominado “PYMES Solicitud de Categorización y/o Beneficios Fiscales” disponible en el sitio web de la Administración Federal de Ingresos Públicos -AFIP.
- La característica más importante de las PyMEs es la adaptabilidad, tomada como el criterio de flexibilidad que contempla su capacidad de responder en la forma adecuada a los cambios en el mercado nacional e internacional.
- Las PyMEs enfrentan como estructuras empresariales diversos problemas, significando directamente grandes obstáculos para los empresarios, resaltando con mayor fuerza los siguientes:
- De los problemas cuantitativos que enfrentan las PyMEs más resaltantes es la gran dificultad en el acceso al crédito debido a los costos que resultan de ella.
- El mayor problema cuantitativo que enfrentan las PyMEs es que la dirección, gestión y/o administración la desarrolle el dueño de la PyMEs.
- El problema socioeconómico que enfrenta la PyME es la falta de una cultura de asociación.
- El mercado de capitales contribuyen al crecimiento eficiente de la economía, reduciendo los riesgos y costos, movilizand o la producción de bienes y servicios y de este mismo modo creando nuevos empleos y en general, se traduce en bienestar económico y social.

- El mercado de capitales es una fuente de financiamiento para las PyMEs, que busca hacer frente a las altas tasas de interés que establece el sistema bancario.
- Dentro del mercado de capitales la CNV, Bolsas, Mercados y Caja de Valores son instituciones que cumplen un rol orientado a contribuir a que todos los agentes (emisores, operadores y analistas) encuentren un espacio con todas las condiciones de información y transparencia, con sistemas de compensación y liquidación totalmente confiables y seguros, y con costos competitivos, para poder así realizar y conseguir sus objetivos particulares. Especialmente por medio del desarrollo e implementación de políticas pública siempre dentro de sus funciones.
- Es importante determinar un proceso de las políticas públicas desarrolladas, que nos permite tener noción de que camino debemos seguir al diseñar una política pública.
- Por otro lado, se puede concluir que una buena política pública tiene como objetivo principal la búsqueda del bien común, buscando la promoción y defensa de los más débiles y desprotegidos de la colectividad.
- Dentro de la administración pública (Comisión Nacional de Valores) se identifica la falta de una cultura evaluativa pública, ya que, contribuiría a que la colectividad conozca la situación real de la gestión conjunta de políticas implementadas. Llegando a considerarla más como un conquista teórica puesto que en la realidad solo es una utopía.
- Las políticas públicas PyMEs evaluadas en general no han logrado su objetivo de incrementar la participación de las PyMEs en el mercado de capitales, no por contener algún error en su redacción por el contrario, teóricamente cuentan con una proyección de objetivos positivos, sin embargo, durante la implementación no se prevé un buen plan de aplicación, puesto que por más buena que sea una política pública si no es difundida (transmitida) de una manera adecuada y a tiempo a los beneficiarios, nunca logrará sus objetivos. Y es lo que ocurre en todas las políticas públicas evaluadas. Por ende debe centrarse en la cultura bursátil a través de la implementación de un proceso de difusión bien constituido.
- El régimen de instrumentos PyMEs al no resultar atractivo, requiere ser complementado mediante otros instrumentos.

IV. RECOMENDACIONES.

1. Promover la publicidad y libre acceso a la información resultante de las evaluaciones realizadas, con el objetivo de mostrar la transparencia en la gestión, facilitando la adopción de decisiones acorde con las necesidades de la sociedad.
2. Fomentar y promover una cultura de la evaluación a nivel nacional sobre toda política pública, abarcando medidas, acciones y proyectos en desarrollo y desarrollados en el país en sus tres niveles: nacional, provincial y municipal.
3. Creación de una Agencia Pública de Evaluación de las Políticas Públicas: Constituido como organismo público autónomo encargado de evaluar las políticas públicas, con el objeto de mejorar la calidad de los servicios públicos, guiado por un modelo de gestión pública moderno.
4. Crear redes en varios niveles:
 - Interconectando a los representantes Políticos: Ministros y comisionados responsables de Administración Pública por medio de mesas de concertación e intercambio de ideas.
 - De la misma manera interconectar a nivel de la dirección (Directores Generales) a través de reuniones enfocadas a compartir sus experiencias
 - Y, a nivel técnico, reunir a los especialistas sobre diversas áreas, conformando grupos de Trabajo.
5. La creación de una comisión de Expertos dentro de la CNV, la cual debe estar integrada por académicos y profesionales de prestigio de distintas disciplinas, así como por actores públicos representativos (empresas, asociaciones, fundaciones, universidades, entre otro). Quienes tendrán como función principal, evaluar las políticas públicas vigentes en el mercado de valores de manera individual de los segmentos que conforman el mercado de capitales argentino, resultados que deben ser contrastadas con los referentes internacionales. Para finalmente presentar públicamente informes mensuales o de manera periódica.

6. Institucionalizar la evaluación de políticas públicas en la CNV, incorporándola como un principio más de un gobierno descentralizado, transparente y moderno. Lo cual genera mayor confianza de la colectividad frente a la administración pública.
7. Desarrollar un programa anual de evaluaciones dentro de la CNV mediante la colaboración de instituciones especializadas que tengan como objetivo la transparencia y publicidad, aprovechando de esa manera el potencial de sus integrantes, como por ejemplo las universidades, fundaciones, asociaciones, entre otros. Reduciendo de esta manera costos de personal para la CNV. Y de esa manera, se obtenga resultados contenidos en informes que serán presentados periódicamente mostrando los avances de cada una de las acciones tomadas hasta el momento en relación a los objetivos establecidos. El programa anual puede abarcar mayor información y datos, si se logra interconectar la CNV con instituciones de las provincias argentinas, de esa manera se alcanzará evaluar impactos a nivel nacional con mayor facilidad.
8. Para aprovechar el potencial radicado en las provincias argentinas se deben implementar Oficinas Desconcentradas de la CNV, si bien es cierto la Ley N° 26.831 faculta la apertura de oficinas regionales para contribuir con el proceso de descentralización, sin embargo, la estructura que trae consigo dicho proceso hace que la medida tarde en implementarse, por ello, el proceso de desconcentración resulta más factible. Medida que permite interconectar con otras de las recomendaciones desarrolladas en los puntos 5, 7 y 9.
9. Elaborar un proceso de difusión adecuado dentro de la CNV en todos los niveles (nacional, provincial, municipal), conformado por charlas, ferias informativas, previa coordinación entre distintas instituciones como: SEPYME, Ministerio de Trabajo, municipalidades, universidades, asociaciones, y todas aquellas que deseen contribuir con la difusión del régimen PYME CNV, buscando fortalecer la cultura bursátil de las PyMEs. Mediante este proceso, se poner en su conocimiento los beneficios que ofrecen cada uno de los instrumentos PyMEs, de esa manera se logrará reducir o disipar las dudas y el miedo que tienen de participar en el mercado de capitales, y por ende, se logrará incrementar radicalmente su participación.
10. Se puede implementar como instrumentos PyMEs la Factura Conformada o la Factura electrónica y el Cheque electrónico.

BIBLIOGRAFIA.

- Abdala, Ernesto, *“Manual para la evaluación de impacto en programas de formación para jóvenes”*, CINTERFOR, Montevideo, 2004, pp. 28-29.
- Alba Vega, Carlos y Bernardo Méndez, “Presentación”, *Comercio Exterior*, vol. 47 (1997), p. 5.
- Arocena, José, *“El Desarrollo Local: Un Desafío Contemporáneo”*, Editorial Nueva Sociedad, Venezuela, 1995, pp. 24-31.
- Ayuzabet de la Rosa Alburquerque “La Micro, pequeña y mediana empresa en México: sus saberes, mitos y problemática”, *Revista Iztapalapa* 6 (2000), pp. 1-22.
- Bañón, Rafael y Carrillo, Ernesto, *“La nueva administración pública”*, Alianza, Madrid, 1997, p. 3.
- Bloch, Roberto D., *“Las pequeñas y medianas empresas. La experiencia en Italia y en la Argentina. Análisis comparativo y posibilidades de interacción”*, Ediciones De Palma, Buenos Aires, 2004, pp. 20-45.
- Casagne, Juan Carlos, *Derecho Administrativo*, 7º ed., Abeledo-Perrot, Buenos Aires, 2002, Tomo I, p. 373.
- Comisión Económica para América Latina y el Caribe- CEPAL de las Naciones Unidas, *SERIE Políticas sociales N° 95: “Política y políticas públicas” (El estudio forma parte del proyecto “Política y políticas públicas en los procesos de reforma en América Latina. “Similitudes y diversidades” (Proyecto FRA/02/073) que la CEPAL lleva a cabo con el apoyo del Gobierno de Francia - Aprobado por la división de desarrollo social)*, Santiago de Chile, 2004, p. 8.
- Comisión Europea, “Recomendación 2003/361/CE”, *Diario Oficial de la Unión Europea* L 124 (2003), pp. 36-41.
- Comisión Europea, *“La nueva definición de PYME (Guía del usuario de PYME presentado por el área de empresa e industria - aprobado por la Comisión Europea)”*, Bruselas, 2006, p. 5.

- Commission Europea, “Evaluation of the SME definition” (2012), en *Center for Strategy & Evaluation Services*, en <http://bookshop.europa.eu/es/evaluation-of-the-sme-definition-pbNB0214126/>. (disponible en Internet el 29-III-2016).
- Cortellesse, Claudio, “Competitividad de los sistemas productivos y las empresas pequeñas y medianas: campo para la cooperación internacional”, *Revista Comercio Exterior*, vol. 43 (1993), p. 519.
- Fabozzi Frank J., Modigliani Franco, Ferri Michael G., “*Mercados e instituciones financieras*”, Pearson Educación S. A, México, 1996. p. 7.
- Fundación Universitaria Instituto de Desarrollo Regional, *Guía para la evaluación de políticas públicas (recopilación sistematizada de diversos modelos de evaluación - aprobado por la Dirección del Instituto de Desarrollo Regional)*, Sevilla, 2000, p. 4.
- García Pizarro, María, “*La planificación estratégica y el arte del buen gobierno*”, UIM, Granada, 2007, pp. 81-82 y 94-95.
- Gómez Leo, Osvaldo R., “*Nuevo Manual de Derecho Cambiario*”, 1ª ed., Abeledo-Perrot, Buenos aires, 2014, p. 579.
- Gordillo, Agustín, *Tratado de derecho administrativo y obras selectas: parte general*, 1º ed., Fundación de Derecho Administrativo, Buenos Aires, 2013, Pág. XIV-13.
- Graglia, José Emilio y Specchia, Nelson Gustavo, “*Camino al Bicentenario. Los programas presidenciales en 25 años de democracia argentina*”, EDUCC , Buenos Aires, 1ª ed., 2009, pp. 19-22.
- Graglia, José Emilio, “*En la búsqueda del bien común: manual de políticas públicas*”, 1ª edición, Konrad Adenauer Stiftung, Buenos Aires, 2012, p. 20.
- Luna Correa, José Enrique., “Influencia del capital humano para la competitividad de las pymes en el sector manufacturero de Celaya, Guanajuato” (2012), en *eumet.net*, en <http://www.eumed.net/tesis-doctorales/2013/jelc/index.htm>. (disponible en Internet el 30-III-2016).

- Marienhoff, Miguel, *Tratado de Derecho Administrativo*, 6ª ed., Abeledo-Perrot, Buenos Aires, 1997, Tomo I, p. 174.
- Mariñez, Freddy y Garza, Vidal, “*Política pública y democracia en América Latina del análisis a la implementación*”. Porrúa, México, 2009, p. 14.
- Ministerio de Industrias y Productividad, Subsecretaría de MIPYMES y Artesanías de Ecuador, “Alternativas de financiamiento a través del Mercado de Valores para PYMES” (2012), Pág. 31.
- Ministerio de Políticas Territorial y Administración Pública de Gobierno de España, “Fundamentos de Evaluación de Políticas Públicas”, *Guía*, 1ª edición, 2010, Madrid, p. 49.
- Minnicelli, Alessandra, “*Principios Generales y Políticas Públicas*”, 1ª ed., La Ley, Buenos Aires, 2013, p. 14.
- Milka Elene Escalera Chávez, “El impacto de las características organizacionales e individuales de los dueños o administradores de las pequeñas y medianas empresas en la toma de decisiones financieras que influyen en la maximización del valor de la empresa” (2007), en *eumet.net*, en <http://www.eumed.net/tesis-doctorales/2011/meec/indice.htm>. (disponible en Internet 21-II-2016).
- Mungaray, Alejandro y Ramírez, Martín, "Impacto de la restricción monetaria en pequeñas empresas de Baja California", *El Mercado de Valores*, México, vol. IX, núm. 10 (2000), pp. 67-72.
- Parodi, Carlos, “*Perú 1960-2000. Políticas económicas y sociales en entornos cambiantes*”, *Revista del Centro de Investigaciones de la Universidad del Pacífico*, Lima, 2003, p. 24.
- Parson, Wayne, “*Políticas públicas: una introducción a la teoría y práctica del análisis de políticas públicas*”, Ed. Flacso-México y Miño y Dávila -Buenos Aires, Argentina, (2007), pp. 112-113.

- Ramírez Acosta, Ramón de Jesús, “Financiamiento bursátil de las empresas pequeñas y medianas en México”, *Revista Comercio Exterior México*, Vol. 55 (2005), p. 309.
- Rodríguez, Valencia Joaquín, “*Administración de pequeñas y medianas empresas*”, 5ª edición, Ed, Thomson, México, 2000, pp. 15-45.
- Roth Deubel, André-Noel, “*Políticas Públicas: formulación, implementación y evaluación*”, Ediciones Aurora, Bogotá, 2003, p. 27.
- Salazar Vargas, Carlos, “La evaluación y el análisis de políticas públicas”, *Revista Opera*, N° 9, 2009, p. 25.
- Subirats, Joan. (1995). "Los instrumentos de las políticas, el debate público y el proceso de evaluación", en *Revista Gestión y Política Pública*, vol. IV, N°1, primer semestre, 1995. p.6.
- Unión Europea, “Microempresas, pequeñas y medianas empresas: definición y alcance” (2016), en *EUR –Lex Access to European Union law*, en <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=URISERV%3An26026>. (disponible en Internet el 29-III-2016).
- Velásquez, Raúl, “Hacia una nueva definición del concepto "política pública"”, *Revista Desafíos*, Bogotá, Colombia, 2009, pp. 149-187.